



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 6 月 9 日

证券业

研究部

王松柏

分析员

wangsb@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

等待行业整体机会来临

证券行业 2009 年中期投资策略

投资提示：

短期内维持对证券行业“中性”的评级，在经纪业务和自营业务基本面出现重大变化之前，证券公司股价走势将基本同步大盘，IPO 重启和创业板推出等可能带来事件性机会。

理由：

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式使得证券公司股价在过去几年显著呈现出以日均股票交易额、股票投资规模和股票市场走势为主要驱动因素的趋势性投资特征（中信证券 6 页图 3、图 4，宏源证券 8 页图 5、图 6）。经纪业务和自营业务收入占比在过去 3 年中均超过 80%（4 页图 1），在短期内创新业务难有突破性进展、投资银行业务收入占比仍难以超过 10%的前提下，以上驱动因素仍将是证券公司投资时机和品种选择的主要关注点。

在短期内证券行业驱动因素大幅提升动力有限的前提下，证券公司股价大幅跑赢大盘的概率不高。1) 09 年 1-5 月的日均股票交易额为 1828 亿元、年化流通市值换手率和年化市价总值换手率分别为 689%和 283%，与 07 年 1895 亿元的日均股票交易额、770%和 233%的流通市值换手率和市价总值换手率相差无几。尽管月度新增账户数和偏股型基金的募集资金规模分别达到并稳定在 100 万户以上和 200 亿元左右，但是并没有呈现出逐步增加的趋势并且与 07 年月均新增账户数和偏股型基金的募集资金规模 500 万户和 500 亿元的水平相去甚远（9 页图 7、图 8）。2) 往后看，自营业务收入仍存在较大不确定性，上市证券公司自营业务能否获得超预期收入主要取决于上市证券公司是否能增加股票投资规模和股票市场是否能持续上涨。3) IPO 重启和创业板推出带来的业绩提升预期已经在盈利预测中反映。

估值：

我们将 09 年的日均股票交易额假设从 1200 亿元上调至 1600 亿元，盈利预测调整后，中信证券、东北证券和宏源证券的 PE 在 25 倍至 30 倍之间，其他上市证券公司的 PE 都达到 30 倍以上，而辽宁成大和吉林敖东的 PE 也分别在 23 倍和 20 倍左右，已经显示出一定的 PE 化趋势。

我们 PB-ROE 方法测算的结果显示，在自营业务投资收益率不变的假设下，中信证券目前的股价隐含的 09 年日均股票交易额假设为 2000 亿元，吉林敖东目前的股价隐含的 09 年日均股票交易额假设为 2300 亿元，其他证券公司（包括辽宁成大）隐含的 09 年日均股票交易额假设在 2400 亿元以上。

风险：

1) IPO 重启和创业板推出受到股票市场走势、制度完善程度、监管层态度等诸多因素影响，存在较大的不确定性。
2) 宏观经济和股票市场 09 年下半年的走势在乐观假设和悲观假设下对日均股票交易额预测影响巨大，股票市场走势变化对自营业务投资收益率影响巨大。

目录

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式决定证券公司短期价值	3
牛市初期：经纪业务超预期、行业跑赢大盘、首选中小证券公司	3
牛市中期：经纪业务预期高企、自营业务预期不明、行业同步大盘	3
牛市后期 I 或有：经纪业务超预期、行业跑赢大盘、证券公司普遍上涨	3
牛市后期 II：自营业务超预期、行业跑赢大盘、首选大型和风格激进证券公司	3
熊市：经纪业务萎缩、自营业务风险陡增、行业跑输大盘、首选大型证券公司	3
宏源证券	7
经纪业务暂时缺乏环比继续大幅增长驱动因素	9
自营业务收入仍存在较大不确定性	10
IPO 重启和创业板推出带来的业绩提升预期已经在盈利预测中反映	10
中信证券 (600030.CH)：审慎推荐	13
海通证券 (600837.CH)：中性	16
长江证券 (000783.CH)：中性	19
宏源证券 (000562.CH)：中性	22
国元证券 (000728.CH)：中性	25
东北证券 (000686.CH)：中性	28

图表目录

图表 3：中信证券 2006-2007 年 10 月股价表现及驱动因素	6
图表 4：中信证券 2007 年 11 月以来股价表现及驱动因素	6
图表 5：宏源证券 2006-2007 年 10 月股价表现及驱动因素	8
图表 6：宏源证券 2007 年 11 月以来股价表现及驱动因素	8
图表 7：新增开户数及市价总值换手率	9
图表 8：偏股型基金（股票型、指数型、混合型、保本型）募集资金规模及市价总值换	9

证券公司投资时钟

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式决定证券公司短期价值

证券公司业务与股票市场高度关联，业务高度波动的本质特征导致证券行业投资的时机选择和品种选择尤为重要。作为证券公司最主要的收入来源，经纪业务和自营业务的收入占比在过去 3 年中均超过 80%，两者的变化趋势是过去几年之中证券公司价值变化的主导因素。在短期内创新业务难有突破性进展、投资银行业务占比仍难以超过 10% 的前提下，日均股票交易额、股票投资规模和股票市场走势是证券行业投资时机和品种选择的主要驱动指标。

牛市初期：经纪业务超预期、行业跑赢大盘、首选中小证券公司

牛市初期，随着股票市场的上涨，投资者交投行为开始逐步活跃，使日均股票交易额环比快速提高。由于此时投资者对日均股票交易额预期较低，导致经纪业务产生超预期收入。证券行业在此阶段表现强于大盘，盈利提升进而使估值提升是股价上升主要动力。这一阶段，经纪业务占比较高的证券公司盈利超预期比例最大，由于中小型证券公司业务结构往往较为简单，因此受益于经纪业务程度最大，在牛市初期成为证券行业投资首选。

牛市中期：经纪业务预期高企、自营业务预期不明、行业同步大盘

牛市中期，股票市场继续上涨，投资者交投行为趋于稳定，使日均股票交易额保持相对稳定。但是由于牛市初期日均股票交易额持续超预期，导致投资者对经纪业务收入的预期高企，因此经纪业务难以产生超预期收入；与此同时，由于股票市场前期涨幅较大，使投资者对股票市场涨幅预期降低，加上证券公司股票投资加仓周期往往滞后于股票市场周期，导致自营业务预期不明。在此阶段，证券行业整体缺乏催化剂，股价表现同步大盘。

牛市后期 I 或有：经纪业务超预期、行业跑赢大盘、证券公司普遍上涨

牛市后期，股票市场高位上涨，新增投资者快速进入市场，具体体现为：开户数和偏股型基金（股票型、指数型、混合型、保本型）募集资金规模环比快速上升，交投活跃程度大幅提升，日均股票交易额环比不断增长；与此同时，证券公司前期股票投资持续受益于股票市场的上涨，证券公司股票投资加仓也进一步提升投资者对于自营业务的预期，使证券行业在此阶段的表现强于大盘，业绩提升和估值倍数提升双双推动股价上升。在此阶段，中小型证券公司以及大型证券公司受益于经纪业务和自营业务的双双驱动，往往都有不错表现。

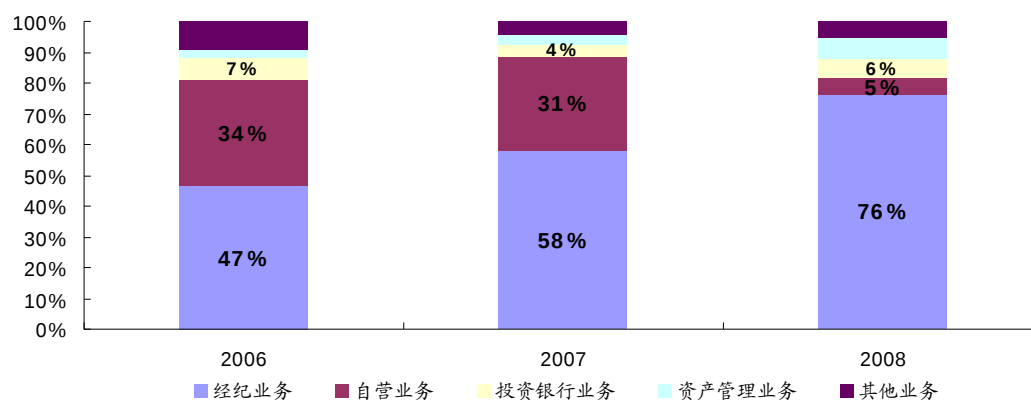
牛市后期 II：自营业务超预期、行业跑赢大盘、首选大型和风格激进证券公司

牛市后期，股票市场高位上涨，投资者交投活跃程度下降，使日均股票交易额难以恢复到前期高点，但仍保持在相对高位；与此同时，证券公司前期股票投资持续受益于股票市场的上涨，证券公司股票投资加仓也进一步提升投资者对于自营业务的预期，再加上证券公司往往倾向于在高位进行再融资等，增加了业绩题材，使证券行业在此阶段表现强于大盘，业绩提升和估值倍数提升双双推动股价上升。在此阶段，大型证券公司股票投资规模提升潜力较高、风格激进证券公司获得股票超额收益概率更高，往往成为牛市后期的首选。

熊市：经纪业务萎缩、自营业务风险陡增、行业跑输大盘、首选大型证券公司

熊市阶段，股票市场持续下跌，投资者交易频率下降，日均股票交易额逐步萎缩，导致投资者对经纪业务预期逐步下降；自营业务的不确定性也快速增加。在此阶段，证券行业跑输大盘。在品种选择上，大型证券公司收入来源较为多元化，自营业务相对较为保守，固定收益投资会带来一定的稳定收益，是牛市阶段的首选。

图1：证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中金公司研究部

图2：证券公司投资时钟

市场周期	熊市	牛市前期	牛市中期	牛市后期 I 或有	牛市后期 II
证券行业评级	向坏	向好	中性	向好	向好
股票市场表现	缩量下跌	放量上涨	缩量上涨/调整	放量上涨	缩量上涨
证券行业表现	跑输大盘	跑赢大盘	同步大盘	跑赢大盘	跑赢大盘
证券行业驱动因素	经纪业务萎缩 自营业务萎缩	经纪业务增长	无	经纪业务增长	自营业务增长
证券行业关注指标	日均股票交易额 股票市场涨幅 股票投资规模	日均股票交易额	日均股票交易额 股票市场涨幅 股票投资规模	日均股票交易额	股票市场涨幅 股票投资规模
证券公司选股逻辑	业务收入多元化 股票投资规模低	经纪业务占比高	相对估值低	经纪业务占比高	股票投资风格激进 股票投资规模高 股票加仓潜力大
股票选择标的	大型证券公司	中小型证券公司	无	中小型证券公司	大型证券公司 风格激进证券公司

资料来源：中金公司研究部

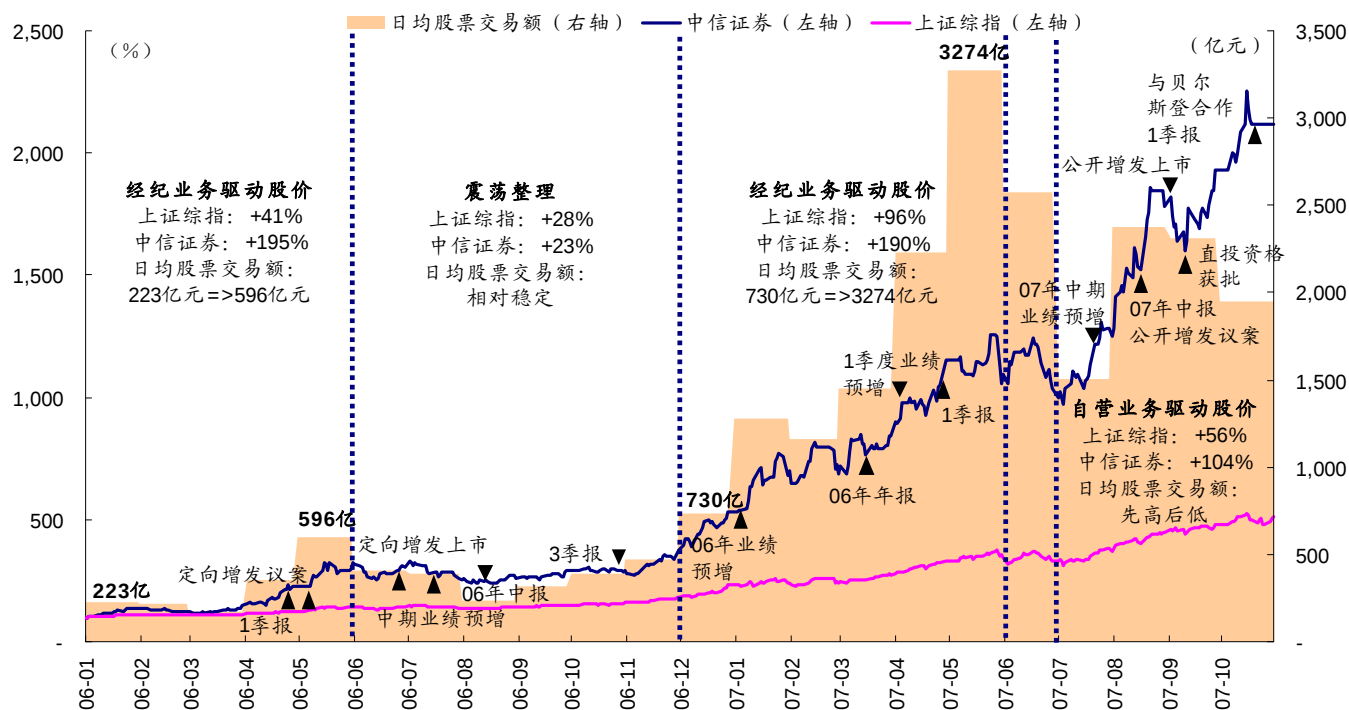
案例分析：中信证券和宏源证券

由于 06 年-07 年牛市过程中仅有中信证券和宏源证券两只上市证券公司，因此我们对这两只证券公司 06 年-07 年的表现进行了分析，分析结论支持我们证券行业投资时钟的逻辑。

中信证券

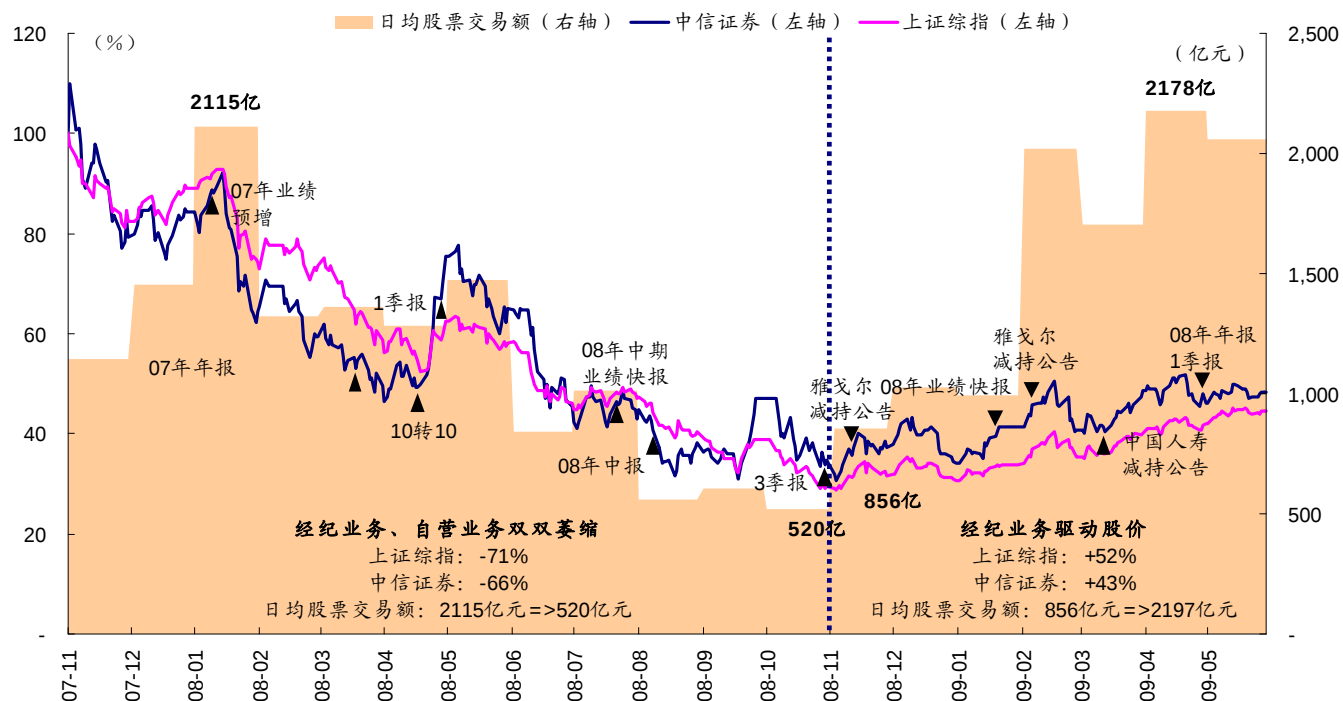
- ▶ **06 年 1-5 月，经纪业务驱动股价：**这一阶段日均股票交易额环比的快速增长推动了股价的快速上涨：月度日均股票交易额从 05 年 12 月的 103 亿元上升到 06 年 1 月的 223 亿元，06 年 5 月的日均股票交易额更是高达 596 亿元。加上非公开增发题材的推动，中信证券股价从 5.36 元上涨至 15.24 元，涨幅为 195%，远远超过同期上证指数 41% 的涨幅。
- ▶ **06 年 6-11 月，震荡整理：**这一阶段月度日均股票交易额保持在 250 亿元-500 亿元之间。中信证券股价小幅上涨至 18.69 元，涨幅仅为 23%，低于同期上证指数 28% 的涨幅。
- ▶ **06 年 12 月-07 年 5 月，经纪业务驱动股价：**这一阶段，日均股票交易额环比的快速放大再次推动了股价的快速上涨：月度日均股票交易额从 06 年 12 月的 730 亿元放大至 07 年 1 月的 1278 亿元，07 年 5 月的日均股票交易额更达到历史最高的 3274 亿元。中信证券股价大幅上涨至 54.08 元，涨幅为 190%，远远超过同期上证指数 96% 的涨幅。
- ▶ **07 年 7 月-10 月，自营业务驱动股价：**这一阶段，日均股票交易额出现萎缩，但仍维持在较高水平。在此期间，半年报及季报显示中信证券股票投资规模和收入大幅增加，加上公开增发、直投资格获批、与贝尔斯登合作等题材的前后推动，中信证券股价最高涨至 117.89 元，涨幅远超过同期上证指数涨幅。
- ▶ **07 年 11 月-08 年 10 月，经纪业务、自营业务双双萎缩：**自 07 年 11 月初创出 117.89 元的历史高点后，受制于股票市场的下跌和日均股票交易额的萎缩，中信证券股价在随后的 2 个月震荡下跌，07 年 12 月和 08 年 4 月分别由于股票市场和日均股票交易额反弹、10 送 10 的利好刺激走出 2 次较大幅度反弹，但是在股票市场持续下跌和日均股票交易额持续萎缩的打压下，至 08 年 10 月底中信证券股价下跌 66%，但低于同期上证指数 71% 的跌幅。
- ▶ **08 年 11 月-5 月，经纪业务驱动股价：**进入 08 年 11 月国家公布的大规模经济刺激政策使日均股票交易额持续放大，月度日均股票交易额也从 08 年 10 月的 520 亿元放大至 08 年 11 月的 856 亿元，至 4 月进一步放大至 2178 亿元。但是由于受到雅戈尔和中国人寿减持、1 季报低于预期等负面因素的打压，中信证券股价涨幅为 43%，略低于同期上证指数 52% 的涨幅。

图3：中信证券2006-2007年10月股价表现及驱动因素



资料来源：彭博资讯，公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，中金公司研究部

图4：中信证券2007年11月以来股价表现及驱动因素

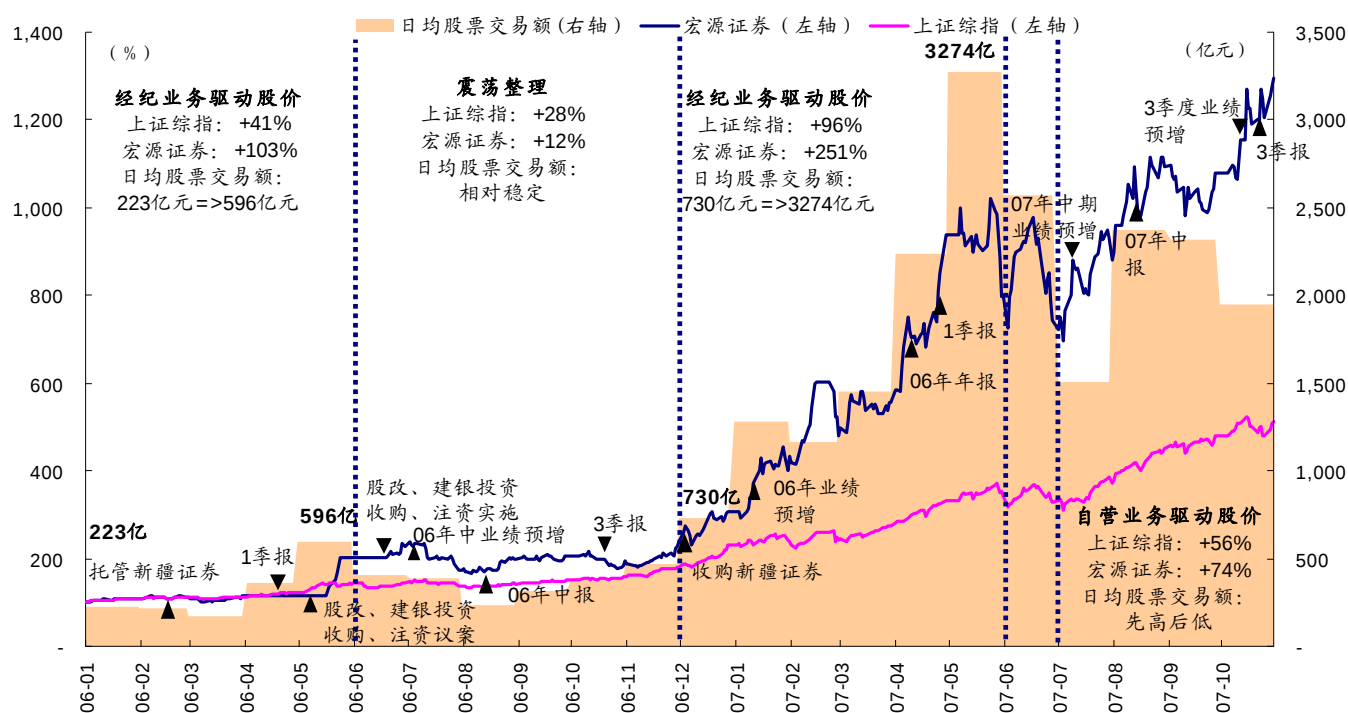


资料来源：彭博资讯，公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，中金公司研究部

宏源证券

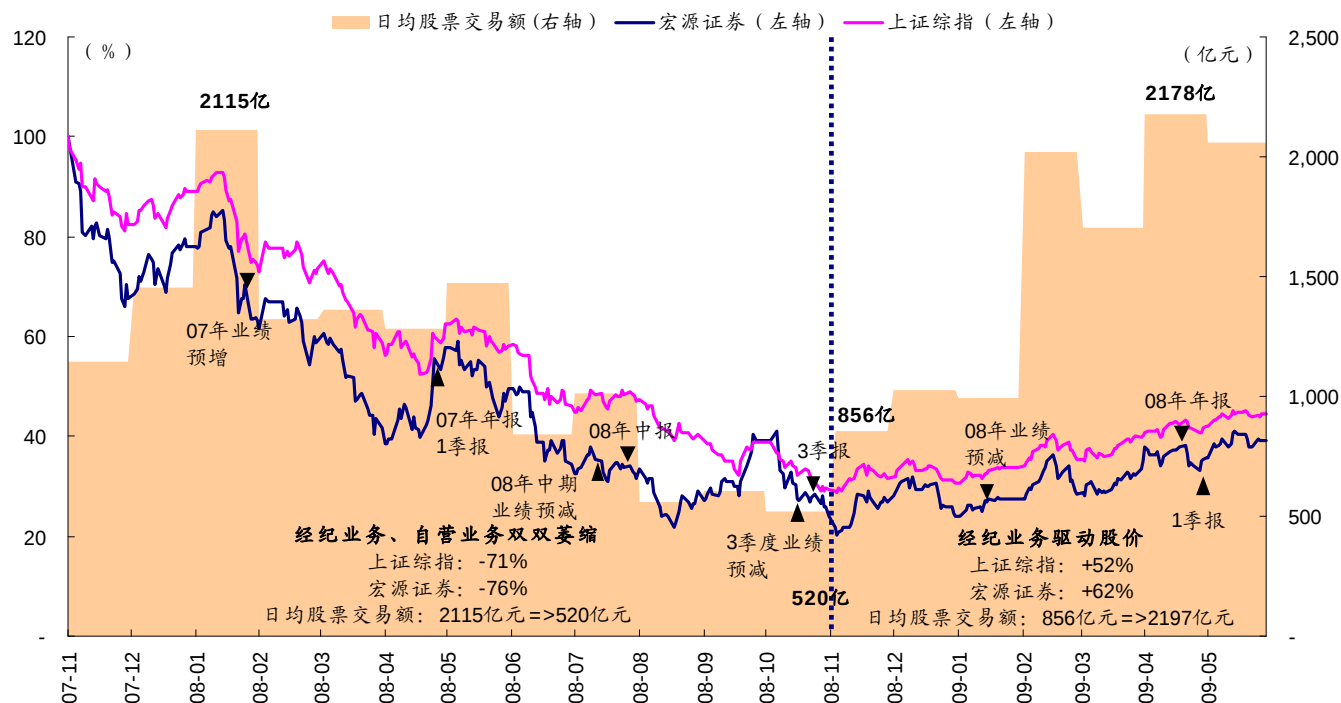
- ▶ 06 年 1-5 月，经纪业务驱动股价：这一阶段日均股票交易额环比的快速增长推动了股价的快速上涨：月度日均股票交易额从 05 年 12 月的 103 亿元上升到 06 年 1 月的 223 亿元，06 年 5 月的日均股票交易额更是高达 596 亿元。宏源证券股价从 4.02 元上涨至 8.01 元，涨幅为 103%，远远超过同期上证指数的涨幅，但低于中信证券的涨幅。
- ▶ 06 年 6-11 月，震荡整理：这一阶段月度日均股票交易额保持在 250 亿元-500 亿元之间。期间宏源证券股改停牌至 6 月中旬，复牌之后股价小幅仅上涨至 9 元，涨幅仅为 12%，明显低于同期上证指数的涨幅，也低于中信证券的涨幅。
- ▶ 06 年 12 月-07 年 5 月，经纪业务驱动股价：这一阶段，日均股票交易额环比的快速放大再次推动了股价的快速上涨：月度日均股票交易额从 06 年 12 月的 730 亿元放大至 07 年 1 月的 1278 亿元，07 年 5 月的日均股票交易额更达到历史最高的 3274 亿元。宏源证券股价大幅上涨至 31.5 元，涨幅为 251%，远远超过同期上证指数的涨幅，也超过中信证券的涨幅。
- ▶ 07 年 7 月-10 月，自营业务驱动股价：这一阶段，日均股票交易额出现萎缩，但仍维持在较高水平。在此期间，半年报及季报显示宏源证券股票投资规模和收入大幅增加，期间股价最高涨至 53 元，涨幅超过同期上证指数涨幅，但低于中信证券涨幅。
- ▶ 07 年 11 月-08 年 10 月，经纪业务、自营业务双双萎缩：自 10 月底创出 53 元的历史高点后，受制于股票市场的下跌和日均股票交易额的萎缩，宏源证券股价在随后的 2 个月内震荡下跌，07 年 12 月和 08 年 4 月受益于股票市场和日均股票交易额反弹走出 2 次明显反弹，但是在股票市场持续下跌和日均股票交易额持续萎缩的打压下，至 08 年 10 月底宏源证券股价下跌 76%，高于同期上证指数的跌幅，更高于中信证券的跌幅。
- ▶ 08 年 11 月-5 月，经纪业务驱动股价：进入 08 年 11 月国家公布的大规模经济刺激政策使日均股票交易额持续放大，月度日均股票交易额也从 08 年 10 月的 520 亿元放大至 08 年 11 月的 856 亿元，至 4 月进一步放大至 2178 亿元。宏源证券股价涨幅为 62%，高于同期上证指数涨幅，更高于中信证券涨幅。

图5：宏源证券2006-2007年10月股价表现及驱动因素



资料来源：彭博资讯，公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，中金公司研究部

图6：宏源证券2007年11月以来股价表现及驱动因素



资料来源：彭博资讯，公司数据，上海证券交易所，深圳证券交易所，中金公司研究部

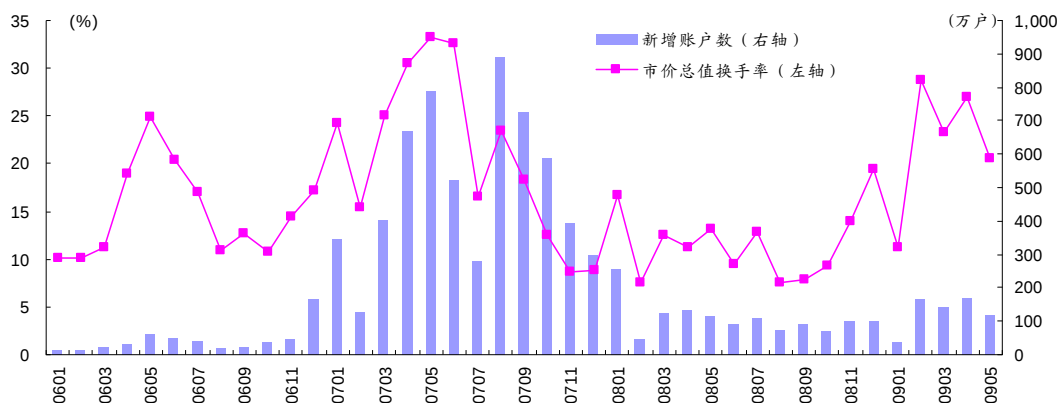
短期内证券行业驱动因素大幅提升动力有限

经纪业务暂时缺乏环比继续大幅增长驱动因素

最近几个月月度日均股票交易额达到 07 年较高水平。自 08 年 4 季度股票市场大幅反弹以来，日均股票交易额也一路放大。08 年 10 月和 11 月月度日均股票交易额分别为 520 亿元和 856 亿元，而 09 年 2 月、4 月和 5 月月度日均股票交易额已经高达 2020 亿元、2178 亿元和 2060 亿元，07 年也仅有 5 个月月度日均股票交易额在 2000 亿元以上。

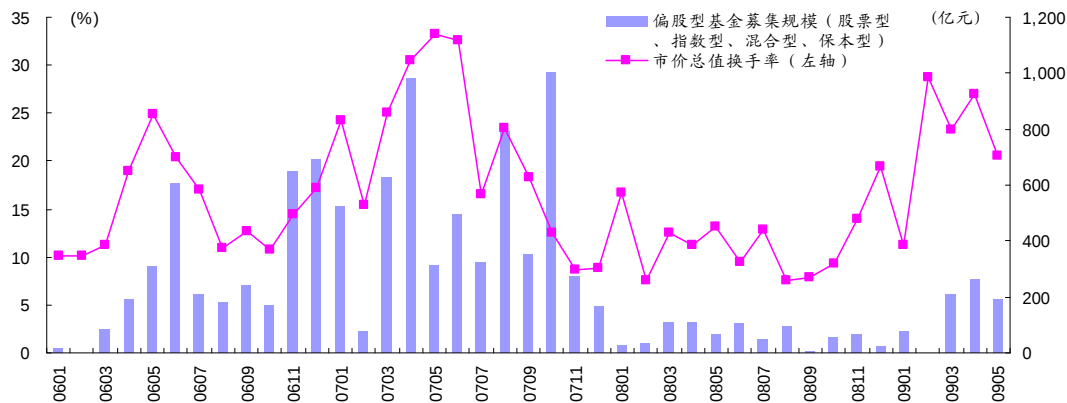
市价总值换手率达到 07 年高位但新增资金较为有限。与日均股票交易额同步上升的还有市价总值换手率，09 年 2 月至 5 月市价总值换手率维持在 20% 以上，已经与 07 年换手率高企时期较为接近。与 07 年形成鲜明对比的是新增账户数以及偏股型基金募集资金规模，尽管近期的月度新增账户数和偏股型基金募集资金规模分别达到并稳定在 100 万户以上和 200 亿元左右，但是并没有呈现出逐步增加的趋势并且与 07 年月均新增账户数和偏股型基金募集资金规模 500 万户和 500 亿元的水平相去甚远。

图 7：新增开户数及市价总值换手率



资料来源：中登公司、上交所、深交所、中金公司研究部

图 8：偏股型基金（股票型、指数型、混合型、保本型）募集资金规模及市价总值换手率



资料来源：WIND 资讯、中金公司研究部

自营业务收入仍存在较大不确定性

09年第1季度上市证券公司自营业务未出现普遍超预期的情况，多数上市证券公司股票投资较为谨慎导致自营业务受益于股票市场上涨程度较为有限是主要原因。往后看，上市证券公司自营业务能否获得超预期收入主要取决于以下两个不确定因素：

- ▶ **上市证券公司是否能增加股票投资规模。**09年1季报显示多数证券公司股票投资策略仍较为保守：除东北证券积极加仓股票、宏源证券和太平洋证券前期股票仓位较高且并未减仓外，其他上市证券公司股票仓位仍然较低。证券公司自营业务以自有资产运作，对风险的偏好程度较低，只有在股票市场上涨趋势确立后多数证券公司才会增加股票投资规模，使自营业务最大程度的受益于牛市。历史经验显示，多数证券公司加仓股票行为通常滞后于股票市场周期。
- ▶ **股票市场是否能持续上涨。**目前较高的市价总值换手率和较少的新增资金表明投资者对股票市场后续走势仍有较大分歧，导致投资者采取缩短持股周期提高交易频率的行为。历史经验显示，在新增资金没有大幅增加的情况下，一旦投资者形成对股票市场走势的一致预期，市价总值换手率将出现下降（如果股票市场持续上涨，投资者将倾向于延长持股周期导致市价总值换手率下降；如果股票市场开始下跌，投资者将会不断离场导致市价总值换手率持续下降）。

IPO重启和创业板推出带来的业绩提升预期已经在盈利预测中反映

09年1-5月股票及股票连接融资额仅为165亿元，而我们预测的09年股票及股票连接融资额为2000亿元，已经充分反映了乐观预期下IPO重启和创业板推出可能带来的股票及股票连接融资额的提升可能。

- ▶ **IPO重启难以带来超过1400亿元的增量股票及股票连接融资额。**乐观假设IPO重启后09年有5家平均融资规模为100亿元大型IPO、50家平均融资规模为5亿元中小型IPO以及50家平均融资规模为10亿元再融资，则09年股票及股票连接融资额为1400亿元。在承销保荐费率为2%的假设下，IPO重启将使投资银行业务收入增加28亿元。
- ▶ **创业板推出对证券行业收入的提升幅度难以超过2%。**在09年底创业板市价总值为主板市价总值1%、创业板换手率为主板换手率3倍的乐观假设下，创业板推出能带来的增量净手续费收入为17亿元；在09年创业板有50家平均融资规模为1亿元小型IPO、承销保荐费率为10%的乐观假设下，创业板推出能带来的增量保荐承销收入为5亿元。两者合计，创业板推出将使证券行业收入增加22亿元。

证券公司股价已经反映经纪业务较为乐观预期

我们将 09 年的日均股票交易额假设从 1200 亿元上调至 1600 亿元，所隐含的上半年日均股票交易额为 1800 亿元，下半年日均股票交易额为 1400 亿元。在 09 年的日均股票交易额 1600 亿元假设下，中信证券、东北证券和宏源证券的 PE 在 25 倍至 30 倍之间，其他上市证券公司的 PE 都达到 30 倍以上，辽宁成大和吉林敖东的 PE 分别在 22 倍和 20 倍左右，已经显示出一定的 PE 化趋势。

我们 PB-ROE 方法测算的结果显示，在自营业务投资收益率不变的假设下，中信证券目前的股价隐含的 09 年日均股票交易额假设为 2000 亿元，吉林敖东目前的股价隐含的 09 年日均股票交易额假设为 2300 亿元，其他证券公司（包括辽宁成大）隐含的 09 年日均股票交易额假设在 2400 亿元以上。

短期内维持对证券行业“中性”的评级，在经纪业务和自营业务基本面出现重大变化之前，证券公司股价走势将基本同步大盘，IPO 重启和创业板推出等可能带来事件性机会。

图 9：证券公司估值对比

	股价	总股本	流通股	总市值	总资产收益率（%）					净资产收益率（%）										
	（元）	（百万股）	（百万）	（十亿）	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E						
中信证券	27.09	6,630	6,570	180	3.81	6.53	5.34	4.82	5.32	19.5	24.0	13.2	12.8	14.1						
海通证券	15.16	8,228	1,523	125	1.92	5.72	4.42	3.96	4.45	12.5	14.9	8.6	8.7	9.8						
长江证券	17.10	1,675	856	29	4.97	9.37	3.86	4.03	4.41	19.3	40.0	15.2	17.0	17.8						
宏源证券	19.30	1,461	536	28	4.06	8.94	3.54	3.94	4.23	8.7	34.0	10.9	16.3	16.7						
国元证券	17.55	1,464	285	26	6.69	12.03	4.37	4.60	5.33	22.1	44.1	10.9	13.0	14.6						
东北证券	30.63	581	175	18	1.46	8.31	4.54	6.21	6.55	14.4	52.1	18.2	27.1	25.8						
国金证券	19.28	500	77	10	2.62	4.40	10.51	5.07	4.90	16.9	23.1	34.9	22.5	23.8						
西南证券	15.17	1,904	240	29	2.36	9.06	1.77	6.50	5.93	6.8	30.2	4.3	16.2	14.0						
太平洋证券	17.02	1,503	42	26	9.03	12.35	-18.47	7.19	7.35	22.7	30.1	-46.8	20.3	19.2						
广发证券	NA	2,507	NA	NA	4.18	7.84	5.67	5.60	5.87	33.4	53.4	26.1	26.9	26.2						
辽宁成大	30.54	900	844	28	NA	NA	NA	NA	NA	27.2	45.7	18.9	22.6	21.4						
吉林敖东	38.00	573	495	22	NA	NA	NA	NA	NA	23.9	43.2	17.8	21.6	20.8						
光大证券	NA	2,898	NA	NA	6.53	8.70	4.11	5.95	5.91	25.3	46.8	13.0	19.8	18.8						
招商证券	NA	3,227	NA	NA	6.34	6.22	4.43	4.41	4.60	30.0	66.8	25.6	27.8	26.8						
	每股收益					每股净资产					市盈率					市净率				
	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E
中信证券	0.82	3.74	1.10	1.13	1.38	4.19	15.56	8.33	8.90	9.77	33.2	7.2	24.6	23.9	19.7	6.47	1.74	3.25	3.04	2.77
海通证券	0.13	1.33	0.40	0.43	0.53	1.08	8.90	4.66	4.99	5.42	112.4	11.4	37.8	35.1	28.6	13.99	1.70	3.25	3.04	2.80
长江证券	0.31	1.41	0.42	0.55	0.67	1.62	3.53	2.75	3.23	3.76	54.9	12.1	40.8	31.2	25.6	10.58	4.85	6.22	5.30	4.55
宏源证券	0.22	1.39	0.37	0.67	0.79	2.51	4.11	3.41	4.13	4.71	88.3	13.8	52.1	28.8	24.5	7.68	4.70	5.66	4.68	4.10
国元证券	0.38	1.56	0.36	0.46	0.57	1.71	3.53	3.26	3.53	3.86	46.6	11.3	49.3	38.4	31.0	10.28	4.97	5.39	4.98	4.54
东北证券	0.15	1.92	0.71	1.20	1.37	1.02	3.68	3.88	4.44	5.33	208.8	16.0	43.4	25.4	22.3	30.00	8.33	7.89	6.90	5.75
国金证券	1.05	1.32	1.51	0.44	0.50	6.25	5.72	4.33	1.96	2.11	18.3	14.6	12.8	43.7	38.4	3.08	3.37	4.45	9.85	9.15
西南证券	0.08	0.51	0.07	0.34	0.34	1.17	1.69	1.74	2.08	2.42	189.2	29.7	203.3	45.0	45.0	12.96	8.95	8.71	7.29	6.27
太平洋证券	0.20	0.41	(0.43)	0.23	0.27	0.87	1.35	0.92	1.15	1.42	85.8	42.0	-39.7	72.8	62.3	19.51	12.63	18.54	14.78	11.94
广发证券	0.59	3.05	1.26	1.54	1.81	1.76	5.70	4.81	5.71	6.91	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大	1.03	2.36	1.04	1.31	1.46	3.80	5.15	5.51	5.79	6.83	29.5	13.0	29.3	23.3	20.9	8.03	5.93	5.55	5.27	4.47
吉林敖东	1.70	3.47	1.50	1.92	2.16	7.11	8.04	8.45	8.87	10.37	22.4	10.9	25.3	19.8	17.6	5.34	4.73	4.50	4.28	3.67
光大证券	0.38	1.62	0.47	0.90	1.00	1.48	3.45	3.64	4.53	5.31	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券	0.39	1.57	0.63	0.83	0.94	1.29	2.35	2.45	2.97	3.50	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 10：经纪业务敏感性分析

09年日均股票 交易额 (亿元)	每股收益					每股净资产					目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率				
	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400
中信证券(创新类)	1.13	1.24	1.35	1.45	1.56	8.90	9.00	9.11	9.21	9.32	23.9	21.8	20.1	18.7	17.4	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9
海通证券(创新类)	0.43	0.49	0.55	0.61	0.68	4.99	5.05	5.11	5.18	5.24	35.1	30.8	27.4	24.7	22.4	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9
长江证券(创新类)	0.55	0.63	0.70	0.78	0.86	3.23	3.31	3.38	3.46	3.54	31.2	27.3	24.3	21.9	19.9	5.3	5.2	5.1	4.9	4.8
宏源证券(创新类)	0.67	0.77	0.87	0.97	1.07	4.13	4.23	4.33	4.43	4.52	28.8	25.0	22.2	19.9	18.1	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3
国元证券(创新类)	0.46	0.52	0.58	0.64	0.70	3.53	3.59	3.65	3.71	3.77	38.4	33.8	30.2	27.3	24.9	5.0	4.9	4.8	4.7	4.7
东北证券(规范类)	1.20	1.37	1.53	1.69	1.86	4.44	4.60	4.77	4.93	5.09	25.4	22.4	20.0	18.1	16.5	6.9	6.7	6.4	6.2	6.0
国金证券(规范类)	0.44	0.49	0.54	0.58	0.63	1.96	2.00	2.05	2.10	2.15	43.7	39.5	36.0	33.1	30.6	9.8	9.6	9.4	9.2	9.0
西南证券(规范类)	0.34	0.37	0.40	0.43	0.46	2.08	2.11	2.14	2.17	2.20	45.0	41.3	38.1	35.4	33.1	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9
太平洋证券(规范类)	0.23	0.26	0.28	0.31	0.33	1.15	1.18	1.20	1.23	1.25	72.8	65.8	60.0	55.2	51.0	14.8	14.5	14.2	13.9	13.6
广发证券(创新类)	1.54	1.73	1.92	2.11	2.30	5.71	5.91	6.10	6.29	6.48	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	1.31	1.45	1.59	1.72	1.86	5.79	5.93	6.07	6.21	6.35	23.3	21.1	19.3	17.7	16.4	5.3	5.2	5.0	4.9	4.8
吉林敖东*	1.92	2.13	2.35	2.57	2.78	8.87	9.09	9.31	9.52	9.74	19.8	17.8	16.2	14.8	13.7	4.3	4.2	4.1	4.0	3.9
光大证券(创新类)	0.90	0.99	1.08	1.17	1.26	4.53	4.62	4.71	4.80	4.89	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券(创新类)	0.83	0.92	1.02	1.12	1.22	2.97	3.07	3.17	3.26	3.36	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
09年日均股票 交易额 (亿元)	业绩弹性, %					净资产收益率, %					每股价值对应市净率(含创新溢价)					每股价值				
	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400	1600	1800	2000	2200	2400
中信证券(创新类)	-	9	19	28	37	12.8	13.8	14.8	15.7	16.7	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2	24.7	25.9	27.1	28.3	29.5
海通证券(创新类)	-	14	28	42	56	8.7	9.8	10.8	11.9	12.9	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	11.8	12.5	13.2	13.9	14.6
长江证券(创新类)	-	14	28	43	57	17.0	18.9	20.8	22.6	24.3	3.2	3.4	3.6	3.8	3.9	10.3	11.2	12.1	13.0	13.9
宏源证券(创新类)	-	15	30	44	59	16.3	18.2	20.1	21.9	23.6	3.1	3.3	3.5	3.7	3.9	12.9	14.0	15.2	16.3	17.5
国元证券(创新类)	-	13	27	40	54	13.0	14.5	15.9	17.3	18.7	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	9.9	10.6	11.3	12.0	12.7
东北证券(规范类)	-	14	27	41	54	27.1	29.7	32.1	34.4	36.5	3.7	4.0	4.2	4.4	4.6	16.5	18.3	20.1	21.9	23.7
国金证券(规范类)	-	11	21	32	43	22.5	24.3	26.1	27.7	29.3	3.3	3.4	3.6	3.8	3.9	6.4	6.9	7.4	7.9	8.4
西南证券(规范类)	-	9	18	27	36	16.2	17.4	18.6	19.7	20.8	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	5.5	5.8	6.1	6.5	6.8
太平洋证券(规范类)	-	11	21	32	43	20.3	22.0	23.6	25.2	26.6	3.0	3.2	3.4	3.5	3.7	3.5	3.8	4.0	4.3	4.6
广发证券(创新类)	-	12	25	37	50	26.9	29.2	31.5	33.6	35.5	4.2	4.4	4.6	4.9	5.1	23.9	26.1	28.3	30.5	32.7
辽宁成大*	-	11	21	32	42	22.6	24.4	26.1	27.8	29.4	3.5	3.7	3.9	4.1	4.2	20.4	22.0	23.6	25.2	26.8
吉林敖东*	-	11	23	34	45	21.6	23.5	25.2	26.9	28.6	3.3	3.5	3.7	3.9	4.0	29.4	31.9	34.4	36.9	39.3
光大证券(创新类)	-	10	20	30	41	19.8	21.4	22.9	24.4	25.8	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1	15.8	16.8	17.9	18.9	20.0
招商证券(创新类)	-	12	24	35	47	27.8	30.1	32.2	34.3	36.2	4.3	4.5	4.7	4.9	5.1	12.7	13.8	15.0	16.1	17.2
辽宁成大其他业务按照20倍市盈率估值																				
吉林敖东其他业务按照1倍市净率估值																				

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图 11：自营业务敏感性分析

09年自营	每股收益					每股净资产					目前股价对应市盈率					目前股价对应市净率				
投资收益率(%)	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	1.13	1.30	1.46	1.62	1.78	8.90	9.06	9.22	9.38	9.54	23.9	20.9	18.6	16.7	15.2	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8
海通证券(创新类)	0.43	0.52	0.60	0.69	0.78	4.99	5.08	5.17	5.25	5.34	35.1	29.2	25.1	21.9	19.5	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8
长江证券(创新类)	0.55	0.60	0.65	0.70	0.76	3.23	3.28	3.33	3.38	3.44	31.2	28.5	26.2	24.3	22.6	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0
宏源证券(创新类)	0.67	0.74	0.81	0.88	0.95	4.13	4.20	4.26	4.33	4.40	28.8	26.1	23.9	22.0	20.4	4.7	4.6	4.5	4.5	4.4
国元证券(创新类)	0.46	0.51	0.56	0.61	0.66	3.53	3.58	3.63	3.68	3.73	38.4	34.5	31.4	28.7	26.5	5.0	4.9	4.8	4.8	4.7
东北证券(规范类)	1.20	1.29	1.37	1.45	1.54	4.44	4.52	4.61	4.69	4.77	25.4	23.8	22.3	21.1	19.9	6.9	6.8	6.6	6.5	6.4
国金证券(规范类)	0.44	0.47	0.51	0.54	0.58	1.96	1.99	2.03	2.06	2.09	43.7	40.6	37.9	35.6	33.5	9.8	9.7	9.5	9.4	9.2
西南证券(规范类)	0.34	0.37	0.40	0.43	0.46	2.08	2.11	2.14	2.17	2.21	45.0	41.2	38.0	35.3	32.9	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9
太平洋证券(规范类)	0.23	0.25	0.27	0.29	0.31	1.15	1.17	1.19	1.21	1.23	72.8	67.3	62.7	58.6	55.0	14.8	14.5	14.3	14.1	13.9
广发证券(创新类)	1.54	1.63	1.72	1.81	1.91	5.71	5.81	5.90	5.99	6.08	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大*	1.31	1.38	1.44	1.51	1.58	5.79	5.86	5.92	5.99	6.06	23.3	22.2	21.2	20.2	19.4	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0
吉林敖东*	1.92	2.02	2.13	2.23	2.33	8.87	8.98	9.08	9.19	9.29	19.8	18.8	17.9	17.0	16.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1
光大证券(创新类)	0.90	0.97	1.05	1.12	1.20	4.53	4.61	4.68	4.76	4.83	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券(创新类)	0.83	0.90	0.97	1.04	1.12	2.97	3.04	3.12	3.19	3.26	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

09年自营	业绩弹性,%					净资产收益率,%					每股价值对应市净率(含创新溢价)					每股价值				
投资收益率(%)	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	-	14	28	43	57	12.8	14.3	15.8	17.2	18.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	24.7	26.5	28.4	30.3	32.1
海通证券(创新类)	-	20	40	60	80	8.7	10.2	11.7	13.2	14.6	2.4	2.5	2.7	2.8	3.0	11.8	12.8	13.8	14.8	15.8
长江证券(创新类)	-	9	19	28	38	17.0	18.3	19.6	20.8	22.0	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7	10.3	10.9	11.5	12.1	12.7
宏源证券(创新类)	-	10	21	31	41	16.3	17.6	19.0	20.3	21.5	3.1	3.3	3.4	3.5	3.7	12.9	13.7	14.5	15.3	16.1
国元证券(创新类)	-	11	22	33	45	13.0	14.2	15.4	16.6	17.7	2.8	2.9	3.0	3.2	3.3	9.9	10.5	11.0	11.6	12.2
东北证券(规范类)	-	7	14	21	28	27.1	28.5	29.8	31.0	32.2	3.7	3.8	4.0	4.1	4.2	16.5	17.4	18.3	19.2	20.1
国金证券(规范类)	-	8	15	23	30	22.5	23.8	25.1	26.3	27.5	3.3	3.4	3.5	3.6	3.8	6.4	6.7	7.1	7.5	7.8
西南证券(规范类)	-	9	18	28	37	16.2	17.4	18.6	19.8	20.9	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	5.5	5.8	6.1	6.5	6.8
太平洋证券(规范类)	-	8	16	24	32	20.3	21.6	22.8	24.0	25.2	3.0	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3
广发证券(创新类)	-	6	12	18	24	26.9	28.0	29.2	30.3	31.3	4.2	4.3	4.4	4.5	4.6	23.9	25.0	26.0	27.1	28.2
辽宁成大*	-	5	10	15	20	22.6	23.5	24.3	25.2	26.0	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	20.4	21.2	21.9	22.7	23.5
吉林敖东*	-	5	11	16	22	21.6	22.5	23.4	24.3	25.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	29.4	30.6	31.8	33.0	34.2
光大证券(创新类)	-	8	17	25	34	19.8	21.1	22.4	23.6	24.8	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0	15.8	16.6	17.5	18.4	19.2
招商证券(创新类)	-	9	18	26	35	27.8	29.5	31.2	32.7	34.2	4.3	4.5	4.6	4.8	4.9	12.7	13.5	14.4	15.2	16.1
辽宁成大其他业务按照20倍市盈率估值																				
吉林敖东其他业务按照1倍市净率估值																				

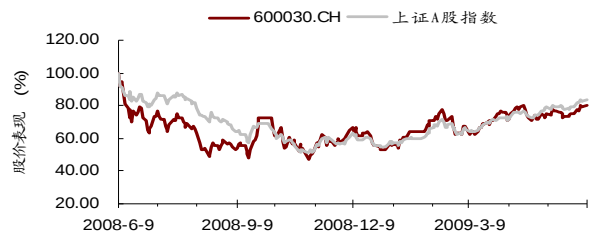
资料来源：公司数据、中金公司研究部

中信证券 (600030.CH): 审慎推荐

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F
净利润	12,389	7,305	7,523	9,140
(+/-%)	409 -	41	3	21
每股收益 (元)	3.74	1.10	1.13	1.38
(+/-%)	358 -	71	3	21
每股净资产 (元)	15.56	8.33	8.90	9.77
(+/-%)	271.48 -	46.49	6.84	9.75
股东权益	51,599	55,222	58,998	64,753
(+/-%)	313.06	7.02	6.84	9.75
净资产收益率 (%)	24.01	13.23	12.75	14.12
市盈率 (倍)	7.25	24.59	23.88	19.65
市净率 (倍)	1.74	3.25	3.04	2.77
股本 (百万股)	3,315	6,630	6,630	6,630

	A股
当前股价	人民币 27.09
股票代码	600030.CH
市价总值 (百万元)	179,619
日成交量 (百万股)	117
52周最高价/最低价	人民币 32.59/15.42
发行股数 (百万股)	6,630
其中: 流通股 (百万股)	6,570
主要股东 (持股比例)	中国中信集团 23.67%



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资建议

我们维持对中信证券“审慎推荐”的投资评级, 主要基于: 1) 中信证券在经纪、投资银行和资产管理这些传统业务领域处于业内领先地位; 2) 通过控股华夏基金和中信基金两家基金管理公司, 中信证券在基金管理业务领域的管理资产规模为第一名, 基金管理公司的快速发展有助于降低其收入周期性较强的风险; 3) 在公开增发了 250 亿元之后, 中信证券的资本规模为第一名, 有效地提升了抗风险能力; 4) 中信证券在直接投资、产业基金等创新业务领域拥有先发优势。

盈利预测

根据基本假设的调整, 我们将中信证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 1.13 元和 1.38 元, 上调幅度为 20.7%和 23.2%。

估值

PB-ROE 测算显示, 在投资收益假设不变的前提下, 中信证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额为 2000 亿元。

图 12：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	15,105	17,872	18.3	18,036	21,829	21.0
手续费净收入	11,022	13,564	23.1	12,306	15,699	27.6
代理买卖证券业务净收入	6,872	8,774	27.7	6,656	9,025	35.6
证券承销业务净收入	896	1,101	22.8	1,289	1,436	11.4
委托管理资产业务净收入	165	188	13.6	182	207	13.6
其他投资银行业务	247	247	0.0	272	272	0.0
基金管理公司收入	2,841	3,255	14.5	3,908	4,760	21.8
利息净收入	871	1,008	15.8	983	1,272	29.3
投资净收益	466	521	11.9	2,010	2,035	1.3
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		0	0	
公允价值变动净收益	2,644	2,676	1.2	2,624	2,711	3.3
汇兑净收益	24	24	0.0	25	25	0.0
其他业务收入	78	78	0.0	86	86	0.0
营业支出	6,521	7,438	14.1	7,511	8,757	16.6
营业税金及附加	776	919	18.5	929	1,120	20.6
业务及管理费	5,732	6,506	13.5	6,568	7,623	16.1
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	13	13	0.0	14	14	0.0
营业利润	8,584	10,434	21.5	10,525	13,072	24.2
营业外收入	43	43	0.0	45	45	0.0
营业外支出	24	24	0.0	25	25	0.0
利润总额	8,603	10,453	21.5	10,544	13,092	24.2
所得税费用	1,635	1,986	21.5	2,320	2,880	24.2
净利润	6,968	8,467	21.5	8,225	10,212	24.2
归属于母公司所有者的净利润	6,231	7,523	20.7	7,418	9,140	23.2
少数股东权益	737	943	28.0	806	1,072	32.9
每股收益 (元)	0.94	1.13	20.7	1.12	1.38	23.2
每股净资产 (元)	8.70	8.90	2.2	9.45	9.77	3.4

资料来源：中金公司研究部

图 13：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	7.66%	7.66%	0.0	7.66%	7.66%	0.0
经纪业务手续费率	0.127%	0.126%	-0.2	0.123%	0.122%	-0.2
净利差	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	5.00%	5.00%	0.0	5.00%	5.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	10.00%	10.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	10.00%	10.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	110	125	13.6	121	138	13.6
受托资产管理费率	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
其他						
业务及管理费/营业收入	37.95%	36.40%	-4.1	36.42%	34.92%	-4.1
所得税率	19.00%	19.00%	0.0	22.00%	22.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 14：盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	5,991	30,871	17,708	17,872	21,829	营业收入	411.35%	415.30%	-42.64%	0.92%	22.14%
手续费净收入	3,768	18,956	12,798	13,564	15,699	手续费净收入	650.79%	403.07%	-32.48%	5.98%	15.74%
代理买卖证券业务净收入	2,710	13,771	7,623	8,774	9,025	代理买卖证券业务净收入	794.81%	408.19%	-44.64%	15.09%	2.86%
证券承销业务净收入	976	2,217	1,783	1,101	1,436	证券承销业务净收入	429.16%	127.10%	-19.59%	-38.27%	30.45%
委托管理资产业务净收入	35	162	150	188	207	委托管理资产业务净收入	140.60%	361.29%	-7.22%	25.29%	10.00%
其他投资银行业务	47	464	225	247	272	其他投资银行业务		885.92%	-51.55%	10.00%	10.00%
基金管理公司收入	-	2,343	3,018	3,255	4,760	基金管理公司收入			28.81%	7.85%	46.25%
利息净收入	262	991	1,706	1,008	1,272	利息净收入	112.71%	278.22%	72.12%	-40.90%	26.18%
投资净收益	1,564	7,576	6,451	521	2,035	投资净收益	246.37%	384.25%	-14.84%	-91.92%	290.47%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	31	9	1	-	-	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	15.24%	-70.69%	-93.06%	-100.00%	
公允价值变动净收益	176	3,351	-3,341	2,676	2,711	公允价值变动净收益		1799.86%	-199.71%	-180.09%	1.32%
汇兑净收益	-17	-50	23	24	25	汇兑净收益	5787.51%	192.44%	-145.60%	5.00%	5.00%
其他业务收入	237	48	71	78	86	其他业务收入	149.25%	-79.89%	49.11%	10.00%	10.00%
营业支出	2,606	11,008	8,165	7,438	8,757	营业支出	248.21%	322.36%	-25.83%	-8.90%	17.73%
营业税金及附加	278	1,322	785	919	1,120	营业税金及附加	616.11%	375.92%	-40.62%	17.12%	21.90%
业务及管理费	2,180	9,531	6,658	6,506	7,623	业务及管理费	271.04%	337.22%	-30.14%	-2.29%	17.17%
资产减值损失	143	147	709	-	-	资产减值损失	16.72%	2.94%	383.08%	-100.00%	
其他业务成本	6	9	13	13	14	其他业务成本	123287.97%	46.52%	41.79%	5.00%	5.00%
营业利润	3,385	19,863	9,543	10,434	13,072	营业利润	699.96%	486.87%	-51.95%	9.33%	25.29%
营业外收入	26	59	41	43	45	营业外收入	499.72%	125.58%	-30.59%	5.00%	5.00%
营业外支出	12	18	23	24	25	营业外支出	-75.26%	51.37%	28.12%	5.00%	5.00%
利润总额	3,399	19,904	9,561	10,453	13,092	利润总额	795.63%	485.61%	-51.96%	9.32%	25.25%
所得税费用	813	6,358	1,511	1,986	2,880	所得税费用	1529.16%	682.44%	-76.23%	31.42%	45.03%
净利润	2,586	13,546	8,050	8,467	10,212	净利润	684.63%	423.76%	-40.57%	5.17%	20.61%
归属于母公司所有者的净利润	2,435	12,389	7,305	7,523	9,140	归属于母公司所有者的净利润	508.60%	408.84%	-41.03%	2.99%	21.49%
少数股东权益	152	1,157	745	943	1,072	少数股东权益	-315.30%	663.26%	-35.60%	26.58%	13.61%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	63,921	189,654	136,888	156,199	171,923	股权证交易额市场份额	6.91%	7.73%	7.66%	7.66%	7.66%
客户存款	41,827	117,806	61,070	85,498	94,047	净利差	1.25%	1.32%	2.01%	1.50%	1.50%
自有资金	6,514	30,448	24,872	22,859	25,500	股票及股票连接主承销市场份额	18.91%	18.56%	21.61%	10.00%	10.00%
交易性金融资产	1,937	2,772	6,005	5,519	6,157	企业主体债券主承销市场份额	21.08%	21.67%	16.53%	10.00%	10.00%
可供出售金融资产	2,721	12,906	34,099	31,340	34,961	业务及管理费/营业收入	36.39%	30.87%	37.60%	36.40%	34.92%
持有至到期投资	-	-	628	577	644	营业税金及附加税率	4.87%	4.42%	4.90%	5.45%	5.45%
长期股权投资	1,186	639	2,592	2,592	2,592	所得税率	24.13%	31.96%	15.81%	19.00%	22.00%
固定资产	482	899	869	730	590	盈利能力 (%)					
无形资产	126	135	129	129	129	净利润率	40.64%	40.13%	41.25%	42.10%	41.87%
其他资产	9,129	24,049	6,624	6,956	7,303	净资产收益率	19.49%	24.01%	13.23%	12.75%	14.12%
总负债	50,055	135,630	79,362	93,953	102,851	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	41,827	117,806	61,070	85,498	94,047	母公司净资产	9,888	36,839	38,779		
应付债券	1,950	1,950	1,950	1,500	1,500	母公司净资产率 (%)	83.02%	79.60%	78.61%		
其他负债	6,278	15,875	16,342	6,956	7,303	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	13,866	54,023	57,526	62,246	69,072	每股盈利	0.82	3.74	1.10	1.13	1.38
总股本	2,982	3,315	6,630	6,630	6,630	每股净资产	4.19	15.56	8.33	8.90	9.77
少数股东权益	1,374	2,424	2,305	3,248	4,320	市盈率	33.17	7.25	24.59	23.88	19.65
归属于母公司所有者权益	12,492	51,599	55,222	58,998	64,753	市净率	6.47	1.74	3.25	3.04	2.77
						股利支付比率	74.44%	24.49%	13.38%	45.38%	45.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)	3,903	5,440	11,910		
						营业部数量 (个)	165	165	179		
						服务部数量 (个)	60	60	41		

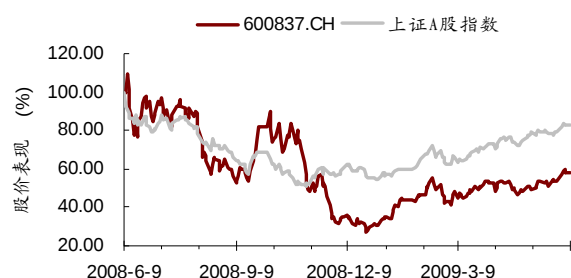
资料来源：公司数据，中金公司研究部

海通证券 (600837.CH)：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F
净利润	5,457	3,302	3,555	4,368
(+/-%)	1,093	-39.49	8	23
每股收益 (元)	1.33	0.40	0.43	0.53
(+/-%)	883	-69.75	8	23
每股净资产 (元)	8.90	4.66	4.99	5.42
(+/-%)	721.91	-47.64	7.08	8.47
股东权益	36,632	38,362	41,080	44,559
(+/-%)	897.63	4.72	7.08	8.47
净资产收益率 (%)	14.90	8.61	8.65	9.80
市盈率 (倍)	11.43	37.78	35.08	28.56
市净率 (倍)	1.70	3.25	3.04	2.80
股本 (百万股)	4,114	8,228	8,228	8,228

	A股
当前股价	人民币 15.16
股票代码	600837.CH
市价总值 (百万元)	124,734
日成交量 (百万股)	112
52周最高价/最低价	人民币 28.93/7.16
发行股数 (百万股)	8,228
其中：流通股 (百万股)	1,523
主要股东 (持股比例)	上实集团 6.75%



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资建议

我们维持对海通证券“中性”的投资评级，主要基于：1) 海通证券经纪业务市场份额处于第二集团，拥有一定的规模效应；投资银行业务和资产管理业务的规模中等；2) 除了证券公司的传统业务之外，海通证券还控股海富通基金、参股富国基金；并控股了海富产业基金，这是国内证券公司设立的第一家产业基金。这些业务在一定程度上降低了海通证券收入波动性较高的风险；3) 在非公开增发 260 亿元之后，海通证券的资本规模为第二名，有效地提升了抗风险能力；4) 海通证券在直接投资等创新业务领域拥有先发优势。

盈利预测

根据基本假设的调整，我们将海通证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 0.43 元和 0.53 元，上调幅度为 8.7% 和 12.5%。

估值

PB-ROE 测算显示，在投资收益假设不变的前提下，海通证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额在 2400 亿元以上。

图 15：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	8,088	8,345	3.2	9,392	10,018	6.7
手续费净收入	4,637	5,836	25.8	4,682	6,208	32.6
代理买卖证券业务净收入	4,025	5,110	26.9	3,904	5,252	34.5
证券承销业务净收入	85	117	36.5	148	159	7.8
委托管理资产业务净收入	527	609	15.6	630	797	26.5
其他	49	49	0.0	54	54	0.0
利息净收入	394	415	5.1	434	512	18.0
投资净收益	2,692	1,831	-32.0	3,781	2,906	-23.1
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	62	71	13.6	75	93	25.0
公允价值变动净收益	303	203	-33.1	427	324	-24.1
汇兑净收益	-18	-18	0.0	-19	-19	0.0
其他业务收入	79	79	0.0	87	87	0.0
营业支出	3,661	3,549	-3.1	4,132	4,112	-0.5
营业税金及附加	422	434	3.0	491	520	6.0
业务及管理费	3,235	3,111	-3.8	3,637	3,588	-1.4
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	4	4	0.0	4	4	0.0
营业利润	4,428	4,796	8.3	5,260	5,907	12.3
营业外收入	59	59	0.0	61	61	0.0
营业外支出	23	23	0.0	24	24	0.0
利润总额	4,463	4,831	8.2	5,297	5,944	12.2
所得税费用	1,116	1,190	6.7	1,324	1,463	10.4
净利润	3,347	3,641	8.8	3,973	4,481	12.8
归属于母公司所有者的净利润	3,272	3,555	8.7	3,882	4,368	12.5
少数股东权益	76	86	13.5	91	113	24.7
每股收益(元)	0.40	0.43	8.7	0.47	0.53	12.5
每股净资产(元)	4.96	4.99	0.7	5.33	5.42	1.6

资料来源：中金公司研究部

图 16：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额(亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	4.35%	4.35%	0.0	4.35%	4.35%	0.0
经纪业务手续费率	0.130%	0.130%	-0.7	0.127%	0.125%	-1.0
净利差	1.20%	1.10%	-8.3	1.20%	1.10%	-8.3
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	7.50%	5.00%	-33.3	10.00%	7.50%	-25.0
投行业务						
市场股票及股票融资额(亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额(亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
资管业务						
受托资产管理平均规模(亿元)	18	21	13.6	20	23	13.6
受托资产管理费率	1.00%	1.50%	50.0	1.00%	1.50%	50.0
其他						
业务及管理费/营业收入	40.00%	37.28%	-6.8	38.73%	35.81%	-7.5
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 17：盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	2,702	11,265	7,007	8,345	10,018	营业收入	400.66%	316.97%	-37.80%	19.10%	20.06%
手续费净收入	1,621	6,979	4,908	5,836	6,208	手续费净收入	142.09%	330.48%	-29.67%	18.90%	6.38%
代理买卖证券业务净收入	1,219	5,880	4,095	5,110	5,252	代理买卖证券业务净收入	188.89%	382.31%	-30.37%	24.80%	2.78%
证券承销业务净收入	165	369	212	117	159	证券承销业务净收入	214.15%	123.70%	-42.50%	-45.01%	36.59%
委托管理资产业务净收入	204	701	557	609	797	委托管理资产业务净收入	19.15%	243.40%	-20.56%	9.37%	30.86%
其他	33	29	45	49	54	其他	38.47%	-12.12%	53.21%	10.00%	10.00%
利息净收入	83	490	1,003	415	512	利息净收入	295.37%	490.81%	104.62%	-58.66%	23.44%
投资净收益	851	2,501	1,861	1,831	2,906	投资净收益	-471.28%	193.98%	-25.59%	-1.64%	58.76%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	14	76	98	71	93	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	21.59%	454.43%	29.59%	-27.89%	32.00%
公允价值变动净收益	23	1,081	-820	203	324	公允价值变动净收益		4509.36%	-175.85%	-124.75%	59.83%
汇兑净收益	-6	-14	-18	-18	-19	汇兑净收益	-18.54%	114.17%	27.28%	5.00%	5.00%
其他业务收入	130	228	72	79	87	其他业务收入	50.73%	75.52%	-68.29%	10.00%	10.00%
营业支出	1,777	3,941	3,342	3,549	4,112	营业支出	33.88%	121.70%	-15.18%	6.17%	15.87%
营业税金及附加	130	416	335	434	520	营业税金及附加	217.36%	219.56%	-19.65%	29.78%	19.77%
业务及管理费	1,100	3,268	2,953	3,111	3,588	业务及管理费	25.51%	197.12%	-9.64%	5.35%	15.33%
资产减值损失	545	253	52	-	-	资产减值损失	32.89%	-53.54%	-79.57%		
其他业务成本	3	3	4	4	4	其他业务成本	456.00%	26.38%	1.99%	10.00%	10.00%
营业利润	924	7,324	3,664	4,796	5,907	营业利润	-217.29%	692.49%	-49.97%	30.89%	23.16%
营业外收入	193	523	56	59	61	营业外收入	607.91%	171.11%	-89.35%	5.00%	5.00%
营业外支出	393	54	22	23	24	营业外支出	143.21%	-86.36%	-59.09%	5.00%	5.00%
利润总额	724	7,794	3,698	4,831	5,944	利润总额	-178.53%	976.05%	-52.56%	30.65%	23.03%
所得税费用	243	2,234	313	1,190	1,463	所得税费用	866.07%	819.18%	-86.00%	280.43%	22.89%
净利润	481	5,560	3,385	3,641	4,481	净利润	-150.80%	1055.26%	-39.12%	7.57%	23.07%
归属于母公司所有者的净利润	457	5,457	3,302	3,555	4,368	归属于母公司所有者的净利润	-147.37%	1093.44%	-39.49%	7.68%	22.86%
少数股东权益	24	103	83	86	113	少数股东权益	34.99%	329.80%	-19.38%	3.06%	31.74%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	23,849	95,345	74,686	89,749	98,121	股票权证交易额市场份额	3.88%	4.09%	4.35%	4.35%	4.35%
客户存款	18,887	53,686	33,778	47,289	52,018	净利差	1.29%	1.34%	2.36%	1.10%	1.10%
自有存款	1,407	33,225	26,589	27,653	30,145	股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	4.79%	1.49%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	710	3,452	9,761	10,151	11,066	企业主体债券主承销市场份额	2.70%	0.75%	0.11%	0.50%	0.50%
可供出售金融资产	539	2,767	1,126	1,171	1,276	营业费用/营业收入	40.71%	29.01%	42.14%	37.28%	35.81%
持有至到期投资	49	-	1,010	1,050	1,145	营业税金及附加税率	5.00%	3.89%	5.67%	5.53%	5.53%
长期股权投资	603	321	300	371	465	所得税率	34.20%	28.94%	8.69%	25.00%	25.00%
固定资产	838	949	956	848	741	盈利能力 (%)					
无形资产	122	179	196	196	196	净利率	16.92%	48.44%	47.12%	42.61%	43.60%
其他资产	693	766	971	1,020	1,070	净资产收益率	12.45%	14.90%	8.61%	8.65%	9.80%
总负债	20,053	58,462	36,049	48,308	53,088	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	18,887	53,686	33,778	47,289	52,018	母公司净资产	2,240	34,522	34,145		
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资产率 (%)	61.61%	94.60%	89.33%		
其他负债	1,166	4,775	2,271	1,020	1,070	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	3,795	36,884	38,637	41,441	45,033	每股盈利	0.13	1.33	0.40	0.43	0.53
总股本	3,389	4,114	8,228	8,228	8,228	每股净资产	1.08	8.90	4.66	4.99	5.42
少数股东权益	123	251	275	361	474	市盈率	112.38	11.43	37.78	35.08	28.56
归属于母公司所有者权益	3,672	36,632	38,362	41,080	44,559	市净率	13.99	1.70	3.25	3.04	2.80
						股利支付比率	0.00%	23.51%	7.54%	24.92%	25.00%
经营数据						员工数量 (个)	2,711	3,786	4,577		
						营业部数量 (个)	95	123	122		
						服务部数量 (个)	24	57	57		

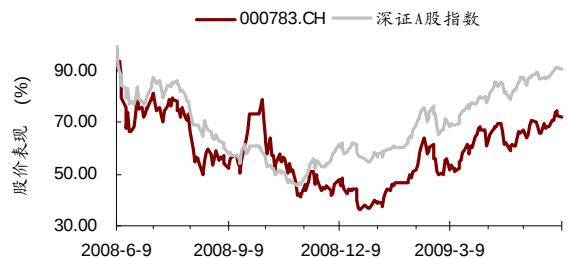
资料来源：公司数据，中金公司研究部

长江证券 (000783.CH): 中性

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F
净利润	2,364	702	918	1,120
(+/-%)	353	-70	31	22
每股收益 (元)	1.41	0.42	0.55	0.67
(+/-%)	353	-70	31	22
每股净资产 (元)	3.53	2.75	3.23	3.76
(+/-%)	118.15	-22.03	17.42	16.47
股东权益	5,904	4,603	5,405	6,296
(+/-%)	118.15	-22.03	17.42	16.47
净资产收益率 (%)	40.04	15.24	16.98	17.78
市盈率 (倍)	12.12	40.82	31.21	25.58
市净率 (倍)	4.85	6.22	5.30	4.55
股本 (百万股)	1,675	1,675	1,675	1,675

	A股
当前股价	人民币 17.10
股票代码	000783.CH
市价总值 (百万元)	28,639
日成交量 (百万股)	13
52周最高价/最低价	23.51/8.21
发行股数 (百万股)	1,675
其中: 流通股 (百万股)	856
主要股东 (持股比例)	青岛海尔投资发展 16.03%



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资建议

我们维持对长江证券“中性”的投资评级, 主要基于: 1) 长江证券的营业部主要集中于湖北省和广东省, 经纪业务的市场份额处于第三集团; 投资银行业务和资产管理业务的规模中等, 这导致目前长江证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主, 业绩的波动性风险较高; 2) 公司虽然参股长信基金、诺德基金, 但是短期内很难明显的改善公司现有盈利模式。

盈利预测

根据基本假设的调整, 我们将长江证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 0.55 元和 0.67 元, 上调幅度为 27.5%和 30.4%。

估值

PB-ROE 测算显示, 在投资收益假设不变的前提下, 长江证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额在 2400 亿元以上。

图 18：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,893	2,299	21.5	2,187	2,717	24.3
手续费净收入	1,358	1,704	25.5	1,390	1,810	30.2
代理买卖证券业务净收入	1,148	1,468	27.9	1,112	1,511	35.9
证券承销业务净收入	154	172	11.4	215	223	3.9
委托管理资产业务净收入	16	25	52.9	19	32	64.5
其他	40	40	0.0	43	43	0.0
利息净收入	75	106	40.7	88	141	59.7
投资净收益	320	316	-1.3	556	570	2.5
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	43	48	13.6	51	64	25.0
公允价值变动净收益	15	15	1.7	26	28	5.8
汇兑净收益	-3	-3	0.0	-4	-4	0.0
其他业务收入	128	161	25.9	129	172	33.1
营业支出	942	1,100	16.8	1,051	1,254	19.4
营业税金及附加	101	122	20.8	117	143	22.7
业务及管理费	834	971	16.5	927	1,104	19.1
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	6	6	0.0	7	7	0.0
营业利润	952	1,199	26.0	1,136	1,463	28.8
营业外收入	17	17	0.0	18	18	0.0
营业外支出	9	9	0.0	9	9	0.0
利润总额	960	1,207	25.8	1,144	1,472	28.6
所得税费用	240	290	20.8	286	352	23.0
净利润	720	918	27.5	858	1,120	30.4
归属于母公司所有者的净利润	720	918	27.5	858	1,120	30.4
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	0.43	0.55	27.5	0.51	0.67	30.4
每股净资产 (元)	3.11	3.23	3.8	3.51	3.76	7.0

资料来源：中金公司研究部

图 19：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	1.40%	1.40%	0.0	1.40%	1.40%	0.0
经纪业务手续费率	0.116%	0.116%	0.0	0.112%	0.112%	0.0
净利差	0.90%	1.00%	11.1	0.90%	1.00%	11.1
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	5.00%	5.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	1.00%	0.50%	-50.0	1.00%	0.50%	-50.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	12	14	13.6	13	17	29.1
受托资产管理费率	1.00%	1.50%	50.0	1.00%	1.50%	50.0
其他						
业务及管理费/营业收入	44.1%	42.2%	-4.1	42.4%	40.6%	-4.1
所得税率	25.0%	25.0%	0.0	25.0%	25.0%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 20：盈利预测

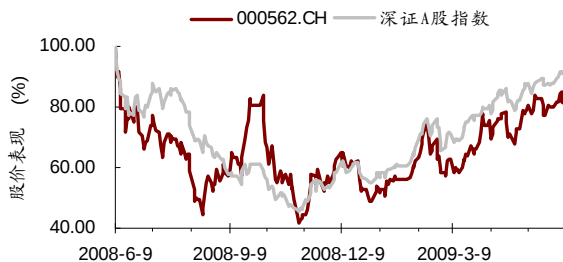
	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,411	4,962	2,073	2,299	2,717	营业收入	395.05%	251.67%	-58.22%	10.90%	18.19%
手续费净收入	533	2,134	1,221	1,704	1,810	手续费净收入	320.39%	300.35%	-42.77%	39.54%	6.20%
代理买卖证券业务净收入	469	2,080	1,102	1,468	1,511	代理买卖证券业务净收入	305.68%	343.15%	-47.01%	33.20%	2.93%
证券承销业务净收入	60	32	73	172	223	证券承销业务净收入	503.80%	-46.56%	130.02%	135.03%	30.00%
委托管理资产业务净收入	4	7	10	25	32	委托管理资产业务净收入	236.37%	76.41%	34.69%	145.59%	29.07%
其他	-	15	36	40	43	其他	-	-	140.48%	10.00%	10.00%
利息净收入	17	110	132	106	141	利息净收入	-26.39%	563.20%	20.03%	-19.57%	33.11%
投资净收益	741	2,434	897	316	570	投资净收益	563.02%	228.28%	-63.13%	-64.79%	80.38%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	41	52	48	64	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-60.75%	10509.74%	26.52%	-6.52%	32.00%
公允价值变动净收益	105	182	-287	15	28	公允价值变动净收益	-	74.04%	-257.56%	-105.14%	89.15%
汇兑净收益	-4	-4	-3	-3	-4	汇兑净收益	-40.82%	0.65%	-27.90%	5.00%	5.00%
其他业务收入	20	106	113	161	172	其他业务收入	-37.59%	443.03%	6.69%	42.40%	6.46%
营业支出	539	1,563	1,100	1,100	1,254	营业支出	47.31%	189.99%	-29.58%	-0.05%	14.04%
营业税金及附加	72	225	124	122	143	营业税金及附加	558.10%	214.23%	-44.67%	-1.72%	17.14%
业务及管理费	477	1,320	864	971	1,104	业务及管理费	61.94%	176.60%	-34.59%	12.48%	13.67%
资产减值损失	-13	15	107	-	-	资产减值损失	-125.22%	-221.53%	597.56%	-100.00%	-
其他业务成本	3	2	6	6	7	其他业务成本	-75.24%	-15.94%	169.82%	10.00%	10.00%
营业利润	872	3,399	973	1,199	1,463	营业利润	-1179.40%	289.79%	-71.38%	23.28%	21.99%
营业外收入	3	4	16	17	18	营业外收入	-5.69%	40.65%	278.14%	5.00%	5.00%
营业外支出	123	34	8	9	9	营业外支出	597.49%	-72.66%	-75.19%	5.00%	5.00%
利润总额	752	3,370	981	1,207	1,472	利润总额	-888.84%	348.33%	-70.90%	23.14%	21.88%
所得税费用	221	1,004	279	290	352	所得税费用	11728.42%	354.15%	-72.22%	3.88%	21.46%
净利润	531	2,366	702	918	1,120	净利润	-646.11%	345.91%	-70.34%	30.79%	22.01%
归属于母公司所有者的净利润	521	2,364	702	918	1,120	归属于母公司所有者的净利润	-641.24%	353.44%	-70.32%	30.79%	22.01%
少数股东权益	9	2	-	-	-	少数股东权益	-1204.50%	-77.48%	-100.00%	-	-
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	10,482	25,221	18,191	22,755	25,370	股票权证交易额市场份额	1.35%	1.34%	1.27%	1.40%	1.40%
客户存款	6,738	16,078	11,134	17,146	18,861	净利率	1.03%	1.30%	1.21%	1.00%	1.00%
自有存款	1,333	4,114	2,250	1,730	2,034	股票及股票连接主承销市场份额	1.45%	0.00%	1.58%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	1,465	2,149	3,915	3,011	3,539	企业主体债券主承销市场份额	0.63%	0.64%	0.84%	0.50%	0.50%
可供出售金融资产	398	1,857	216	166	195	营业费用/营业收入	33.83%	26.61%	41.66%	42.25%	40.63%
持有至到期投资	31	29	-	-	-	营业税金及附加税率	5.13%	4.67%	6.58%	5.70%	5.70%
长期股权投资	65	114	166	215	279	所得税率	29.43%	30.16%	30.03%	25.00%	25.00%
固定资产	259	274	292	259	225	盈利能力 (%)					
无形资产	32	28	24	24	24	净利率	36.95%	47.64%	33.84%	39.91%	41.20%
其他资产	160	578	194	204	214	净资产收益率	19.26%	40.04%	15.24%	16.98%	17.78%
总负债	7,776	19,317	13,588	17,350	19,075	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	6,738	16,078	11,134	17,146	18,861	母公司净资产	1,889	4,162	3,529		
应付债券	-	-	-	-	-	母公司净资产率 (%)	76.28%	76.01%	77.09%		
其他负债	1,038	3,239	2,454	204	214	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	2,706	5,904	4,603	5,405	6,296	每股盈利	0.31	1.41	0.42	0.55	0.67
总股本	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675	每股净资产	1.62	3.53	2.75	3.23	3.76
少数股东权益	-	-	-	-	-	市盈率	54.94	12.12	40.82	31.21	25.58
归属于母公司所有者权益	2,706	5,904	4,603	5,405	6,296	市净率	10.58	4.85	6.22	5.30	4.55
						股利支付比率	0.00%	0.00%	35.43%	23.87%	25.00%
经营数据						员工数量 (个)	1,306	2468	2921		
						营业部数量 (个)	56	56	56		
						服务部数量 (个)	11	11	11		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

宏源证券 (000562.CH)：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008 A	2009 F	2010 F	A股
净利润	2,038	542	981	1,150	当前股价 人民币 19.3
(+/-%)	538 -	73	81	17	股票代码 000562.CH
每股收益 (元)	1.39	0.37	0.67	0.79	市价总值 (百万元) 28,201
(+/-%)	538 -	73	81	17	日成交量 (百万股) 19
每股净资产 (元)	4.11	3.41	4.13	4.71	52周最高价/最低价 人民币 22.8/9.8
(+/-%)	63.43 -	17.00	21.13	14.20	发行股数 (百万股) 1,461
股东权益	5,999	4,979	6,030	6,887	其中：流通股 (百万股) 536
(+/-%)	63.43 -	17.00	21.13	14.20	主要股东 (持股比例) 建银投资 66.88%
净资产收益率 (%)	33.98	10.88	16.26	16.71	
市盈率 (倍)	13.84	52.07	28.76	24.51	
市净率 (倍)	4.70	5.66	4.68	4.10	
股本 (百万股)	1,461	1,461	1,461	1,461	



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资建议

我们维持对宏源证券“中性”的投资评级，主要基于：1) 宏源证券的营业部主要集中于新疆维吾尔自治区，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小、而资产管理业务尚未开展，这导致目前宏源证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高；2) 中投证券能否注入宏源证券仍然存在极大的不确定性，该事件对宏源证券的盈利水平和估值水平构成重大影响。

盈利预测

根据基本假设的调整，我们将宏源证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 0.67 元和 0.79 元，上调幅度为 40.6%和 44.7%。

估值

PB-ROE 测算显示，在投资收益假设不变的前提下，宏源证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额在 2400 亿元以上。

图 21：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,935	2,350	21.5	2,149	2,681	24.8
手续费净收入	1,402	1,794	28.0	1,405	1,869	33.1
代理买卖证券业务净收入	1,238	1,639	32.4	1,194	1,682	40.9
证券承销业务净收入	51	39	-23.2	82	54	-34.7
委托管理资产业务净收入	5	8	50.0	10	15	50.0
其他	108	108	0.0	119	119	0.0
利息净收入	97	105	8.6	111	128	15.5
投资净收益	373	384	2.8	564	609	8.0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0		0	0	
公允价值变动净收益	2	2	2.8	3	4	8.0
汇兑净收益	-6	-6	0.0	-7	-7	0.0
其他业务收入	67	71	6.1	72	77	7.3
营业支出	1,004	1,043	3.9	1,088	1,152	5.9
营业税金及附加	102	124	22.1	113	141	25.3
业务及管理费	859	876	1.9	927	963	3.9
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	44	44	0.0	48	48	0.0
营业利润	931	1,307	40.4	1,061	1,529	44.1
营业外收入	5	5	0.0	5	5	0.0
营业外支出	6	6	0.0	6	6	0.0
利润总额	930	1,306	40.5	1,060	1,527	44.1
所得税费用	232	325	39.9	265	377	42.3
净利润	697	981	40.6	795	1,150	44.7
归属于母公司所有者的净利润	697	981	40.6	795	1,150	44.7
少数股东权益	0	0		0	0	
每股收益(元)	0.48	0.67	40.6	0.54	0.79	44.7
每股净资产(元)	3.93	4.13	4.9	4.29	4.71	10.0

资料来源：中金公司研究部

图 22：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额(亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	1.29%	1.29%	0.0	1.29%	1.29%	0.0
经纪业务手续费率	0.135%	0.140%	3.6	0.130%	0.135%	3.7
净利差	1.00%	1.00%	0.0	1.00%	1.00%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	7.50%	7.50%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额(亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	0.50%	0.50%	0.0	0.50%	0.50%	0.0
市场企业主体债券融资额(亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	0.50%	0.20%	-60.0	0.50%	0.20%	-60.0
资管业务						
受托资产管理平均规模(亿元)	5	5	0.0	10	10	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.50%	50.0	1.00%	1.50%	50.0
其他						
业务及管理费/营业收入	44.39%	37.25%	-16.1	43.15%	35.94%	-16.7
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 23：盈利预测

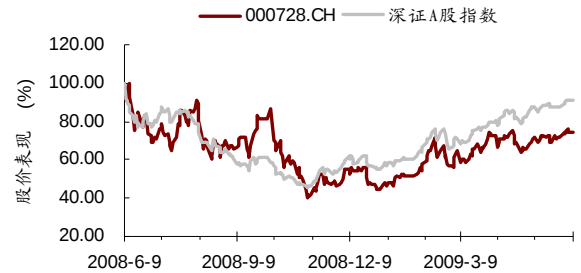
	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	743	4,435	1,598	2,350	2,681	营业收入	-2604.57%	496.52%	-63.96%	47.02%	14.08%
手续费净收入	324	2,289	1,364	1,794	1,869	手续费净收入	-554.98%	607.07%	-40.39%	31.47%	4.21%
代理买卖证券业务净收入	270	2,212	1,178	1,639	1,682	代理买卖证券业务净收入	189.78%	720.61%	-46.74%	39.14%	2.59%
证券承销业务净收入	27	41	88	39	54	证券承销业务净收入	2012.39%	52.53%	114.06%	-55.74%	37.91%
委托管理资产业务净收入	1	-	0	8	15	委托管理资产业务净收入	-100.53%	-100.00%		66482.62%	100.00%
其他	26	36	98	108	119	其他		36.27%	173.96%	10.00%	10.00%
利息净收入	25	134	158	105	128	利息净收入	-705.30%	427.08%	18.16%	-33.36%	21.85%
投资净收益	224	1,532	443	384	609	投资净收益	6725.49%	584.83%	-71.09%	-13.28%	58.59%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-63	-	-	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-100.00%				
公允价值变动净收益	119	394	-434	2	4	公允价值变动净收益		231.09%	-210.31%	-100.53%	58.59%
汇兑净收益	-3	-6	-6	-6	-7	汇兑净收益	31.14%	120.49%	-6.94%	5.00%	5.00%
其他业务收入	55	93	73	71	77	其他业务收入	22.77%	70.73%	-21.70%	-3.33%	9.01%
营业支出	381	1,203	862	1,043	1,152	营业支出	-1144.22%	215.75%	-28.32%	20.96%	10.48%
营业税金及附加	30	213	81	124	141	营业税金及附加	265.18%	621.55%	-62.04%	53.34%	13.72%
业务及管理费	252	849	750	876	963	业务及管理费	34.17%	237.21%	-11.62%	16.71%	10.04%
资产减值损失	73	82	-8	-	-	资产减值损失	-131.51%	12.71%	-110.09%	-100.00%	
其他业务成本	27	59	40	44	48	其他业务成本	27495.76%	120.65%	-32.46%	10.00%	10.00%
营业利润	362	3,232	736	1,307	1,529	营业利润	5228.76%	791.66%	-77.22%	77.56%	16.95%
营业外收入	1	1	4	5	5	营业外收入	-55.41%	-36.09%	533.64%	5.00%	5.00%
营业外支出	10	7	6	6	6	营业外支出	888.58%	-30.29%	-23.01%	5.00%	5.00%
利润总额	353	3,226	735	1,306	1,527	利润总额	4195.97%	813.15%	-77.21%	77.67%	16.96%
所得税费用	34	1,187	193	325	377	所得税费用	3404.40%	-83.71%	68.18%	15.92%	
净利润	319	2,038	542	981	1,150	净利润	3783.94%	538.26%	-73.43%	81.05%	17.31%
归属于母公司所有者的净利润	319	2,038	542	981	1,150	归属于母公司所有者的净利润	3783.94%	538.26%	-73.43%	81.05%	17.31%
少数股东权益	-	-	-	-	-	少数股东权益					
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	7,862	22,800	15,305	24,898	27,179	股票权证交易额市场份额	0.73%	1.09%	1.08%	1.29%	1.29%
客户存款	3,760	14,828	9,313	13,411	14,081	净利差	1.00%	1.44%	1.30%	1.00%	1.00%
自有存款	2,909	5,518	2,085	4,513	5,221	股票及股票连接主承销市场份额	0.35%	0.24%	0.54%	0.50%	0.50%
交易性金融资产	237	532	2,087	4,518	5,226	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.18%	0.35%	0.20%	0.20%
可供出售金融资产	130	789	535	1,157	1,338	营业费用/营业收入	33.86%	19.14%	46.93%	37.25%	35.94%
持有至到期投资	51	52	3	7	8	营业税金及附加税率	4.11%	4.95%	5.38%	5.53%	5.53%
长期股权投资	6	7	6	6	6	所得税率	9.59%	36.81%	24.22%	25.00%	25.00%
固定资产	275	314	336	301	267	盈利能力 (%)					
无形资产	29	36	41	41	41	净利率	42.95%	45.96%	33.89%	41.73%	42.91%
其他资产	467	724	899	944	991	净资产收益率	8.70%	33.98%	10.88%	16.26%	16.71%
总负债	4,192	16,801	10,326	18,868	20,293	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	3,760	14,828	9,313	13,411	14,081	净资产	3,105	4,621	3,770		
应付债券	-	-	-	-	-	净资产率 (%)	85.13%	80.39%	75.75%		
其他负债	432	1,973	1,014	5,457	6,212	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	3,670	5,999	4,979	6,030	6,887	每股盈利	0.22	1.39	0.37	0.67	0.79
总股本	1,461	1,461	1,461	1,461	1,461	每股净资产	2.51	4.11	3.41	4.13	4.71
少数股东权益	-	-	-	-	-	市盈率	88.31	13.84	52.07	28.76	24.51
归属于母公司所有者权益	3,670	5,999	4,979	6,030	6,887	市净率	7.68	4.70	5.66	4.68	4.10
						股利支付比率	0.00%	36.60%	41.22%	26.98%	30.00%
经营数据						员工数量 (个)	1,129	1,279	1,695		
						营业部数量 (个)	50	50	50		
						服务部数量 (个)	17	17	17		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

国元证券 (000728.CH): 中性

主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008 A	2009 F	2010 F		
净利润	2,280	521	670	828	当前股价	人民币 17.55
(+/-%)	314 -	77	29	24	股票代码	000728.CH
每股收益 (元)	1.56	0.36	0.46	0.57	市价总值 (百万元)	25,695
(+/-%)	314 -	77	29	24	日成交量 (百万股)	5
每股净资产 (元)	3.53	3.26	3.53	3.86	52周最高价/最低价	人民币 32.5/9.3
(+/-%)	106.74 -	7.73	8.25	9.55	发行股数 (百万股)	1,464
净资产收益率 (%)	44.11	10.92	12.98	14.64	其中: 流通股 (百万股)	285
市盈率 (倍)	11.27	49.33	38.36	31.05	主要股东 (持股比例)	国元控股 (集团) 31.59%
市净率 (倍)	4.97	5.39	4.98	4.54		
股本 (百万股)	1,464	1,464	1,464	1,464		



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资建议

我们维持对国元证券“中性”的投资评级, 主要基于: 1) 国元证券的营业部主要集中于安徽省, 经纪业务的市场份额在处于第三集团; 投资银行业务和资产管理业务规模相对较小, 这导致目前国元证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主, 业绩波动性风险较高; 2) 公司虽然参股长盛基金, 但是短期内很难改善公司现有盈利模式。

盈利预测

根据基本假设的调整, 我们将国元证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 0.46 元和 0.57 元, 上调幅度为 35.1% 和 36.4%。

估值

PB-ROE 测算显示, 在投资收益假设不变的前提下, 国元证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额在 2400 亿元以上。

图 24：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,372	1,615	17.7	1,604	1,920	19.7
手续费净收入	933	1,155	23.8	923	1,189	28.8
代理买卖证券业务净收入	848	1,085	27.9	815	1,108	35.9
证券承销业务净收入	24	16	-32.8	41	22	-46.1
委托管理资产业务净收入	45	38	-14.8	49	42	-14.8
其他	15	15	0.0	17	17	0.0
利息净收入	70	77	10.8	81	96	19.2
投资净收益	271	284	4.9	477	509	6.7
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	76	85	12.5	91	102	12.5
公允价值变动净收益	17	18	1.9	34	36	5.4
汇兑净收益	-2	-2	0.0	-3	-3	0.0
其他业务收入	84	84	0.0	92	92	0.0
营业支出	703	743	5.6	787	842	7.0
营业税金及附加	69	81	18.4	80	96	20.1
业务及管理费	621	647	4.3	691	730	5.6
资产减值损失	0	0	0.0	0	0	0.0
其他业务成本	14	14	0.0	15	15	0.0
营业利润	669	873	30.5	817	1,078	31.9
营业外收入	1	1	0.0	1	1	0.0
营业外支出	7	7	0.0	7	7	0.0
利润总额	662	866	30.8	811	1,071	32.1
所得税费用	166	195	17.9	203	242	19.5
净利润	497	671	35.0	608	829	36.3
归属于母公司所有者的净利润	496	670	35.1	607	828	36.4
少数股东权益	1	1	0.0	1	1	0.0
每股收益 (元)	0.34	0.46	35.1	0.41	0.57	36.4
每股净资产 (元)	3.41	3.53	3.5	3.65	3.86	5.8

资料来源：中金公司研究部

图 25：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	1.04%	1.04%	0.0	1.04%	1.04%	0.0
经纪业务手续费率	0.115%	0.115%	0.0	0.111%	0.111%	0.0
净利差	1.30%	1.30%	0.0	1.30%	1.30%	0.0
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	5.00%	5.00%	0.0	10.00%	10.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	0.20%	0.20%	0.0	0.20%	0.20%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	0.20%	0.10%	-50.0	0.20%	0.10%	-50.0
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	11	13	13.6	12	14	13.6
受托资产管理费率	4.00%	3.00%	-25.0	4.00%	3.00%	-25.0
其他						
业务及管理费/营业收入	45.23%	40.07%	-11.4	43.09%	38.04%	-11.7
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 26：盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	1,185	4,100	1,237	1,615	1,920	营业收入	944.73%	245.88%	-69.83%	30.59%	18.87%
手续费净收入	341	1,612	964	1,155	1,189	手续费净收入	216.81%	373.13%	-40.21%	19.79%	2.95%
代理买卖证券业务净收入	311	1,476	899	1,085	1,108	代理买卖证券业务净收入	199.33%	374.52%	-39.10%	20.67%	2.10%
证券承销业务净收入	19	44	25	16	22	证券承销业务净收入	422.27%	131.87%	-43.98%	-33.78%	36.24%
委托管理资产业务净收入	11	82	26	38	42	委托管理资产业务净收入		661.05%	-67.78%	45.30%	10.00%
其他	-	11	14	15	17	其他			33.60%	10.00%	10.00%
利息净收入	9	82	125	77	96	利息净收入	2923.06%	793.20%	52.85%	-38.25%	24.55%
投资净收益	548	1,591	950	284	509	投资净收益	-4104.86%	190.32%	-40.28%	-70.11%	79.20%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	48	173	145	85	102	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	22.01%	258.03%	-16.34%	-41.23%	20.00%
公允价值变动净收益	254	755	-876	18	36	公允价值变动净收益		196.91%	-216.07%	-102.01%	104.50%
汇兑净收益	-3	-2	-2	-2	-3	汇兑净收益	21.02%	-39.59%	23.23%	5.00%	5.00%
其他业务收入	36	61	76	84	92	其他业务收入	64.71%	69.55%	24.54%	10.00%	10.00%
营业支出	393	944	643	743	842	营业支出	43.81%	140.23%	-31.91%	15.48%	13.40%
营业税金及附加	45	156	75	81	96	营业税金及附加	613.76%	245.15%	-51.82%	8.38%	18.50%
业务及管理费	339	758	556	647	730	业务及管理费	54.06%	123.82%	-26.63%	16.30%	12.84%
资产减值损失	3	21	-1	-	-	资产减值损失	-94.28%	694.29%	-106.20%	-100.00%	
其他业务成本	6	9	13	14	15	其他业务成本	1323.25%	-28.20%	98.86%	10.00%	10.00%
营业利润	792	3,155	594	873	1,078	营业利润	-595.49%	298.31%	-81.18%	46.95%	23.52%
营业外收入	1	120	0	1	1	营业外收入	-90.00%	16541.73%	-99.60%	5.00%	5.00%
营业外支出	8	2	7	7	7	营业外支出	170.40%	-72.01%	179.08%	5.00%	5.00%
利润总额	785	3,273	588	866	1,071	利润总额	-603.74%	317.26%	-82.05%	47.39%	23.65%
所得税费用	231	990	66	195	242	所得税费用	62124.78%	327.97%	-93.30%	194.64%	24.05%
净利润	553	2,284	521	671	829	净利润	-454.42%	312.78%	-77.17%	28.67%	23.54%
归属于母公司所有者的净利润	551	2,280	521	670	828	归属于母公司所有者的净利润	-453.12%	313.55%	-77.15%	28.61%	23.56%
少数股东权益	2	4	1	1	1	少数股东权益	103.13%	-87.12%	92.58%	10.00%	
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	8,236	18,944	11,914	14,577	15,540	股票权证交易额市场份额	0.88%	0.87%	0.87%	1.04%	1.04%
客户存款	5,088	12,000	6,452	9,291	9,755	净利差	1.05%	1.26%	1.60%	1.30%	1.30%
自有存款	1,043	2,650	2,778	2,634	2,900	股票及股票连接主承销市场份额	0.06%	0.20%	0.17%	0.20%	0.20%
交易性金融资产	1,179	3,056	1,534	1,455	1,602	企业主体债券主承销市场份额	0.63%	0.28%	0.00%	0.10%	0.10%
可供出售金融资产	140	185	136	129	142	业务及管理费/营业收入	28.59%	18.50%	45.00%	40.07%	38.04%
持有至到期投资	0	0	0	0	0	营业税金及附加税率	4.00%	4.05%	7.76%	5.60%	5.60%
长期股权投资	360	486	421	506	608	所得税率	31.41%	31.92%	14.96%	25.00%	25.00%
固定资产	283	335	453	418	382	盈利能力 (%)					
无形资产	25	28	21	21	21	净利率	46.51%	55.61%	42.12%	41.48%	43.11%
其他资产	117	205	118	123	130	净资产收益率	22.05%	44.11%	10.92%	12.98%	14.64%
总负债	5,689	13,727	7,099	9,367	9,837	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	5,088	12,000	6,452	9,291	9,755	净资产	1,904.77	3,652.01	3,334.78		
应付债券	-	-	-	-	-	净资产率 (%)	76.22%	72.62%	70.93%		
其他负债	601	1,727	647	76	81	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	2,547	5,218	4,815	5,209	5,703	每股盈利	0.38	1.56	0.36	0.46	0.57
总股本	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	每股净资产	1.71	3.53	3.26	3.53	3.86
少数股东权益	48	50	46	47	48	市盈率	46.61	11.27	49.33	38.36	31.05
归属于母公司所有者权益	2,500	5,168	4,769	5,162	5,655	市净率	10.28	4.97	5.39	4.98	4.54
						股利支付比率	0.00%	0.00%	32.11%	50.60%	50.00%
经营数据											
						员工数量 (个)		1,212	1,414		
						营业部数量 (个)	35	48	48		
						服务部数量 (个)	20	20	20		

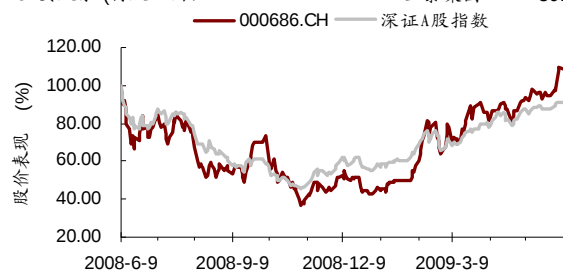
资料来源：公司数据，中金公司研究部

东北证券 (000686.CH)：中性

主要财务，股票信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F
净利润	1,114	410	770	878
(+/-%)	1,206	-63	88	14
每股收益 (元)	1.92	0.71	1.20	1.37
(+/-%)	1,206	-63	71	14
每股净资产 (元)	3.68	3.88	4.44	5.33
(+/-%)	260.39	5.58	14.30	20.08
股东权益	2,138	2,258	2,838	3,409
(+/-%)	260.39	5.58	25.73	20.08
净资产收益率 (%)	52.09	18.16	27.13	25.76
市盈率 (倍)	15.98	43.42	25.43	22.30
市净率 (倍)	8.33	7.89	6.90	5.75
股本 (百万股)	581	581	639	639

	A股
当前股价	人民币 30.63
股票代码	000686.CH
市价总值 (百万元)	17,802
日成交量 (百万股)	9
52周最高价/最低价	人民币 31.5/10.15
发行股数 (百万股)	581
其中：流通股 (百万股)	175
主要股东 (持股比例)	亚泰集团 30.62%



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资建议

我们维持对东北证券“中性”的投资评级，主要基于：1) 东北证券的营业部主要集中于吉林省，经纪业务的市场份额在处于第三集团；投资银行业务规模较小，而资产管理业务尚未开展，这导致目前东北证券的收入结构仍然以经纪业务和自营业务为主，业绩的波动性风险较高；2) 公司虽然控股东方基金、参股银华基金，但是短期内很难明显改善公司现有盈利模式；3) 作为规范类证券公司，东北证券的创新业务前景弱于创新类证券公司。

盈利预测

根据基本假设的调整，我们将东北证券 09 和 10 年的每股收益分别调整为 1.2 元和 1.37 元，上调幅度为 32.81%和 42.9%。

估值

PB-ROE 测算显示，在投资收益假设不变的前提下，东北证券目前股价隐含的 09 年日均股票交易额在 2400 亿元以上。

图 27：盈利预测调整

(人民币,百万元)	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
营业收入	1,423	1,781	25.2	1,494	1,989	33.1
手续费净收入	962	1,259	30.8	970	1,317	35.8
代理买卖证券业务净收入	919	1,176	27.9	878	1,192	35.9
证券承销业务净收入	38	76	100.0	82	110	33.3
委托管理资产业务净收入	5	8	50.0	10	15	50.0
其他	0	0		0	0	
利息净收入	76	41	-46.5	84	32	-62.1
投资净收益	251	320	27.5	295	443	50.4
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	36	40	13.6	43	53	25.0
公允价值变动净收益	57	74	29.7	66	102	54.6
汇兑净收益	-0	-0	0.0	-0	-0	0.0
其他业务收入	77	89	14.9	81	95	18.4
营业支出	717	765	6.7	746	833	11.6
营业税金及附加	72	94	29.7	76	105	39.2
业务及管理费	645	671	4.1	671	728	8.5
资产减值损失	0	0		0	0	
其他业务成本	0	0		0	0	
营业利润	706	1,016	44.0	748	1,156	54.6
营业外收入	2	2	0.0	2	2	0.0
营业外支出	5	5	0.0	5	5	0.0
利润总额	703	1,013	44.2	745	1,153	54.8
所得税费用	176	243	38.5	186	275	47.6
净利润	527	770	46.1	559	878	57.2
归属于母公司所有者的净利润	527	770	46.1	559	878	57.2
少数股东权益	0	0	0.0	0	0	0.0
每股收益 (元)	0.91	1.20	32.8	0.96	1.37	42.9
每股净资产 (元)	4.57	4.44	-2.8	5.25	5.33	1.5

资料来源：中金公司研究部

图 28：盈利预测主要假设

主要假设	2009			2010		
	调整前	调整后	+/- (%)	调整前	调整后	+/- (%)
经纪业务						
日均股票交易额 (亿元)	1,200	1,600	33.3	1,200	1,700	41.7
股基权证交易额市场份额	0.73%	0.73%	0.0	0.73%	0.73%	0.0
经纪业务手续费率	0.178%	0.178%	0.0	0.170%	0.170%	0.0
净利差	1.10%	0.80%	-27.3	1.10%	0.80%	-27.3
自营业务						
自营业务期末规模占可用资金比例	100.00%	100.00%	0.0	100.00%	100.00%	0.0
自营业务收益率	15.00%	15.00%	0.0	15.00%	15.00%	0.0
投行业务						
市场股票及股票融资额 (亿元)	1,013	2,026	100.0	2,191	2,921	33.3
股票及股票连接主承销市场份额	1.50%	1.50%	0.0	1.50%	1.50%	0.0
市场企业主体债券融资额 (亿元)	11,820	11,820	0.0	14,605	14,605	0.0
企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	
资管业务						
受托资产管理平均规模 (亿元)	5	5	0.0	10	10	0.0
受托资产管理费率	1.00%	1.50%	50.0	1.00%	1.50%	50.0
其他						
业务及管理费/营业收入	45.32%	37.68%	-16.9	44.90%	36.59%	-18.5
所得税率	25.00%	25.00%	0.0	25.00%	25.00%	0.0

资料来源：中金公司研究部

图 29：盈利预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	448	2,548	1,116	1,781	1,989	营业收入	168.97%	468.25%	-56.20%	59.62%	11.64%
手续费净收入	344	1,664	931	1,259	1,317	手续费净收入	121.77%	383.17%	-44.02%	35.18%	4.59%
代理买卖证券业务净收入	332	1,634	850	1,176	1,192	代理买卖证券业务净收入	152.44%	391.86%	-48.02%	38.37%	1.42%
证券承销业务净收入	12	29	82	76	110	证券承销业务净收入	-48.95%	143.75%	178.05%	-7.14%	44.16%
委托管理资产业务净收入	-	-	-	8	15	委托管理资产业务净收入	-	-	-	-	100.00%
其他	-	-	-	-	-	其他	-	-	-	-	-
利息净收入	13	73	95	41	32	利息净收入	-209.11%	449.98%	29.90%	-57.33%	-22.10%
投资净收益	-104	660	151	320	443	投资净收益	2103.19%	-735.38%	-77.20%	112.57%	38.40%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	4	137	50	40	53	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	30.06%	3137.13%	-63.24%	-19.85%	32.00%
公允价值变动净收益	149	65	-130	74	102	公允价值变动净收益	-	-56.50%	-299.65%	-156.66%	39.32%
汇兑净收益	-	-1	-0	-0	-0	汇兑净收益	-	-51.48%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	45	86	69	89	95	其他业务收入	59.25%	91.15%	-20.11%	28.32%	7.77%
营业支出	315	869	599	765	833	营业支出	39.48%	175.73%	-31.07%	27.70%	8.83%
营业税金及附加	22	125	59	94	105	营业税金及附加	104.63%	474.01%	-53.30%	60.57%	11.97%
业务及管理费	288	707	539	671	728	业务及管理费	31.29%	145.07%	-23.77%	24.57%	8.39%
资产减值损失	5	37	2	-	-	资产减值损失	-170.42%	720.83%	-95.03%	-100.00%	-
其他业务成本	0	-	-	-	-	其他业务成本	-77.26%	-100.00%	-	-	-
营业利润	133	1,679	517	1,016	1,156	营业利润	-324.34%	1161.13%	-69.21%	96.62%	13.76%
营业外收入	7	9	2	2	2	营业外收入	284.65%	23.36%	-76.48%	5.00%	5.00%
营业外支出	4	3	5	5	5	营业外支出	152.83%	-15.86%	47.59%	5.00%	5.00%
利润总额	137	1,685	514	1,013	1,153	利润总额	-331.97%	1132.42%	-69.48%	97.09%	13.79%
所得税费用	51	571	104	243	275	所得税费用	1010.77%	-81.75%	133.45%	13.03%	13.03%
净利润	85	1,114	410	770	878	净利润	-244.76%	1205.72%	-63.19%	87.85%	14.03%
归属于母公司所有者的净利润	85	1,114	410	770	878	归属于母公司所有者的净利润	-243.43%	1206.30%	-63.19%	87.85%	14.03%
少数股东权益	0	-0	0	0	0	少数股东权益	-92.83%	-126.64%	-321.81%	35.08%	10.00%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	5,820	13,410	9,030	12,399	13,403	股票权证交易额市场份额	0.75%	0.75%	0.66%	0.73%	0.73%
客户存款	4,682	10,703	6,420	8,474	8,897	净利差	0.75%	1.01%	1.11%	0.80%	0.80%
自有存款	136	1,014	1,559	2,748	3,252	股票及股票连接主承销市场份额	0.35%	0.14%	1.08%	1.50%	1.50%
交易性金融资产	65	410	115	203	240	企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
可供出售金融资产	145	216	30	53	63	业务及管理费/营业收入	64.33%	27.75%	48.29%	37.68%	36.59%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加率	5.07%	5.36%	6.03%	5.53%	5.52%
长期股权投资	84	265	244	284	338	所得税率	38.80%	36.89%	22.47%	25.00%	25.00%
固定资产	355	441	449	415	381	盈利能力 (%)					
无形资产	28	36	35	35	35	净利润率	19.01%	43.71%	36.73%	43.23%	44.15%
其他资产	327	325	178	187	197	净资产收益率	14.37%	52.09%	18.16%	27.13%	25.76%
总负债	5,225	11,268	6,768	9,557	9,990	净资产指标 (人民币百万元)					
代买卖证券款	4,682	10,703	6,420	8,474	8,897	净资产	279	875.40	1,298		
应付债券	1	1	1	900	900	净资产率 (%)	46.45%	45.30%	57.48%		
其他负债	542	564	348	183	193	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	595	2,142	2,261	2,842	3,412	每股盈利	0.15	1.92	0.71	1.20	1.37
总股本	581	581	581	639	639	每股净资产	1.02	3.68	3.88	4.44	5.33
少数股东权益	2	4	4	4	4	市盈率	208.78	15.98	43.42	25.43	22.30
归属于母公司所有者权益	593	2,138	2,258	2,838	3,409	市净率	30.00	8.33	7.89	6.90	5.75
						股利支付比率	0.00%	0.00%	0.00%	42.53%	40.00%
						经营数据					
						员工数量 (个)		1,194	1,283		
						营业部数量 (个)	46	46	48		
						服务部数量 (个)	19	19	19		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话：(8610) 6505-1166
传真：(8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话：(8610) 8567-9238
传真：(8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话：(8621) 5879-6226
传真：(8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话：(8621) 6386-1195
传真：(8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话：(86755) 8832-2388
传真：(86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。